

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PISA



Dipartimento di Economia e Management
Corso di laurea in Strategia, Management e Controllo

TESI DI LAUREA MAGISTRALE

Il processo di quotazione in borsa e gli effetti sulla gestione d'impresa:
il caso ErreDue

RELATORE

Prof. Castellano Nicola Giuseppe

CANDIDATA

Chimenti Martina

ANNO ACCADEMICO 2023/2024

INDICE

Introduzione	7
CAPITOLO 1	11
La situazione italiana	11
1.1 Il panorama societario	11
1.2 Forme di finanziamento di Piccole e Medie Imprese	12
1.3 Società quotate italiane	16
1.4 Struttura, pianificazione e controllo interno	19
CAPITOLO 2	25
Il ruolo delle istituzioni	25
2.1 Borsa Italiana	25
2.1.1 Le iniziative per le Piccole e Medie Imprese	27
2.2 Requisiti per la quotazione	29
2.3 Il processo di ammissione in Borsa	30
CAPITOLO 3	35
Il caso ErreDue	35
3.1 Case history	35
3.2 Struttura organizzativa d'impresa ai fini del controllo di gestione prima della quotazione	38
3.3 Budgeting pre IPO	43
3.4 Reporting pre IPO	45
PIANIFICAZIONE DELLA STRATEGIA	47
3.5 Elaborazione del piano strategico	48
3.6 Formalizzazione della strategia: il Business Plan	51
ESECUZIONE DELLA STRATEGIA	54
CAPITOLO 4	55

Il processo di quotazione	55
4.1 Delibera del CdA e scelta dell'Advisor	55
4.1.1 La funzione del revisore KPMG	57
4.2 Due Diligence	58
4.3 Redazione del Documento di Ammissione	59
4.4 L'attività di Pre-Marketing	63
4.4.1 Roadshow	64
4.4.2 Bookbuilding	67
4.5 Ammissione	68
CONTROLLO DI GESTIONE	72
CAPITOLO 5	73
Doveri di una società quotata	73
5.1 Struttura organizzativa d'impresa ai fini del controllo di gestione a seguito della quotazione	74
5.1.1 Ridefinizione del modello di governo societario	74
5.1.2 Ruoli, relazioni e responsabilità	74
5.1.3 Controllo delle azioni: scelta del controllo coerente con ruoli e responsabilità	77
5.2 Obblighi informativi e di rendicontazione verso l'ambiente esterno a seguito della quotazione in borsa: l'Investor Relator	80
5.3 Società di revisione	82
5.4 Budgeting post IPO	83
5.5 Reporting post IPO	84
5.6 Responsabilità Sociale d'Impresa: il bilancio di sostenibilità	85
Conclusioni	95
Bibliografia	99
Ringraziamenti	105

Introduzione

Il motore di sviluppo di una economia è dato dalla propensione delle imprese a crescere e a innovare (Ignazio Visco, 2019). Per prosperare, un sistema economico deve concentrarsi sull'eliminazione dei nodi strutturali che frenano la crescita, ovvero quelle debolezze consolidate negli anni, che in Italia consistono, ad esempio, nella dimensione ridotta delle imprese, nella rigidità del mercato del lavoro; soprattutto la crescita di un sistema economico dipende dalla diversificazione delle soluzioni di finanziamento. In Italia il ruolo del sistema finanziario è sempre stato sminuito, poiché non concepito unitamente al sistema economico, mentre è necessario che questi due aspetti procedano di pari passo.

L'Italia, come il resto dei paesi del mondo, è frutto della sua storia, che incide in particolar modo sulla struttura economica del paese. Il panorama societario italiano, ad oggi, presenta un grande numero di imprese di piccole e medie dimensioni, le cosiddette PMI (Piccole e Medie Imprese), con gestione a prevalenza familiare, che, seppur nelle loro ambizioni di crescita, per impossibilità o per scelta, riscontrano delle difficoltà ad ampliare la propria dimensione. Alla base di questo assunto possono esservi diverse cause, tra le quali la avversione al voler includere nella compagine sociale soggetti estranei e che quindi non godono della totale e piena fiducia dei proprietari; la scarsa competizione e conoscenza del mercato in cui operano, quindi la conoscenza dei propri concorrenti; un'errata concezione di come il capitale possa essere reperito, quali siano le forme di finanziamento più adatte al proprio contesto interno ed esterno, e quindi quali siano le soluzioni più adatte a coprire il proprio fabbisogno aziendale.

La banca è stata, ed è tutt'ora, il principale interlocutore con cui i soggetti economici si sono interfacciati al fine di reperire finanziamenti. Nel contesto economico attuale, la capacità di un'impresa, e quindi del mercato, di crescere, dipende grandemente dall'evoluzione del sistema finanziario. Un sistema

finanziario si dice evoluto quando è articolato, ovvero quando offre diverse opportunità a diversi soggetti; quindi, in grado di offrire soluzioni pensate per grandi o piccole realtà. Ad oggi, è impensabile che il sistema bancario da solo possa soddisfare la domanda da parte dell'intero settore produttivo. Si rende necessaria, pertanto, un'articolazione delle soluzioni di finanziamento che tendano ad uno sganciamento dal sistema bancario al fine di abbracciare un più ampio sistema in cui le banche sono affiancate da un altro soggetto: il mercato dei capitali.

Per mercato dei capitali, altresì detto mercato finanziario, si intende il luogo in cui domanda e offerta di investimenti finanziari si incontrano. La domanda è rappresentata da soggetti in deficit, ovvero coloro che necessitano di risorse, mentre per offerta facciamo riferimento a soggetti in surplus, coloro con eccesso di risorse. Questo mercato permette a soggetti in deficit di incontrare soggetti in surplus al fine di soddisfare entrambe le parti attraverso l'emissione e la negoziazione di titoli rappresentativi di prestiti monetari e di finanziamenti, ovvero di titoli obbligazionari e azionari di medio o lungo termine. Le transazioni avvengono generalmente all'interno di mercati regolamentati, come ad esempio Euronext Milan, gestito da Borsa Italiana, i quali si distinguono dai mercati non regolamentati poiché sottoposti alle regole formali del Testo Unico della Finanza e alla vigilanza da parte di Consob e Banca d'Italia.

Il mercato finanziario italiano è gestito e supervisionato dalla società privata Borsa Italiana, allo scopo di vigilare sul suo corretto funzionamento. I mercati azionari di Borsa Italiana consentono ad aziende di ogni dimensione di raccogliere importanti risorse finanziarie, sia da investitori domestici che internazionali, e di acquisire visibilità. Poiché il territorio italiano è prevalentemente composto da micro, piccole e medie imprese, uno degli obiettivi che Borsa Italiana si prepone è quello di coinvolgerle, renderle partecipi all'interno del mercato finanziario adattando e creando disposizioni a loro favore. A questo proposito, a partire dal 2018 sono stati introdotti, ad esempio, incentivi sui costi di quotazione per le PMI e sono state semplificate

le modalità di accesso al mercato del capitale. Questo ha comportato, già nello stesso anno, un aumento delle società quotate all'Aim (oggi chiamato Euronext Growth), il listino di borsa dedicato alle PMI, in misura del 30%, ma ancora molte società non conoscono questa modalità di finanziamento e per questo, spesso, si interfacciano con problematiche legate all'ottenimento di crediti bancari.

Superata la fase del reperimento di risorse finanziarie destinate alla propria crescita, un'impresa deve necessariamente rideterminare il proprio assetto organizzativo. La struttura di una impresa di dimensioni ridotte non è la stessa adottata da imprese di dimensioni maggiori. Si rende necessaria, pertanto, una ridefinizione delle mansioni, dei ruoli, delle responsabilità, ma anche della gerarchia e della gestione del lato economico e finanziario, che comportano una maggiore attenzione ai vincoli posti dalla legge.

Il presente elaborato ha lo scopo di analizzare come una piccola e media impresa si evolve dal punto di vista della gestione interna, con particolare riferimento al controllo di gestione e ai doveri cui il sistema amministrativo contabile deve adempiere, a seguito dell'offerta pubblica iniziale. In particolare, verrà affrontato il processo che porta dalla definizione di una strategia per poi giungere alla quotazione, evidenziando i vantaggi, le opportunità e le eventuali difficoltà che una azienda italiana di dimensioni ridotte può trovarsi ad affrontare durante il percorso che la condurrà a suonare la campanella di Piazza Affari.

CAPITOLO 1

La situazione italiana

1.1 Il panorama societario

Il territorio italiano è composto da una prevalenza di imprese di dimensioni ridotte che rappresentano una importante, se non la principale, fetta dell'intero sistema produttivo nazionale. In base ad una indagine condotta dall'Istat¹ su un campione di circa 280mila imprese iscritte al Registro delle Imprese nel 2022, rappresentative del 22,5% delle imprese italiane e che producono l'85,1% del valore aggiunto nazionale, il 18,5% del totale è composto da imprese di piccole dimensioni mentre le medie rappresentano il 2,2% del totale. Questi dati sono il frutto della realtà prevalentemente manifatturiera che connota il nostro paese, e di una economia caratterizzata da distretti produttivi e nicchie fortemente specializzate.

La concentrazione territoriale delle imprese di piccole dimensioni, materia che studiosi internazionali come Hoover e Losch hanno approfondito, è un fenomeno identificato come conseguenza dei principi di interazione sociale e relazionale, che ha provocato una sempre più rapida crescita, già nel ventesimo secolo, delle piccole realtà produttive e, poi, dello sviluppo locale del lavoro, inteso come “strategia di politica territoriale [...] in cui la società civile partecipa alla presa di decisioni attraverso le quali si definiscono gli obiettivi e i mezzi per realizzare lo sviluppo di un territorio” (Fabio Sforzi, 2005). Nel dopoguerra, l'Italia ha attraversato un processo di industrializzazione che si è intensificato negli anni '70 e ha portato ad un profondo sviluppo territoriale che ha dato vita a numerose imprese. Un ruolo determinante per la creazione degli agglomerati industriali è ricoperto dalla domanda da parte del consumatore, con un aumento della richiesta di prodotti

¹ Report Censimenti Permanenti Imprese, Istat, Data pubblicazione: 14 novembre 2023

meno standardizzati e più personalizzati. Altri studiosi, come Giacomo Becattini, non a caso rivolgono la loro attenzione all'Italia, e in particolare alla Toscana e all'Emilia, per profilare le caratteristiche dei distretti industriali, descritti come piccoli sistemi produttivi integrati su base locale. Riprendendo le ricerche marshalliane, in cui il lavoro occupa una posizione centrale, è lo scopo essenziale della vita e porta allo sviluppo delle capacità umane e quindi al progresso, Becattini (1998) sostiene, evolvendo il pensiero di una società che nel secolo precedente individuava nella grande impresa taylorista l'unico modello di industrializzazione d'impresa, che la posizione media dell'impresa non è di per sé un indicatore univoco di efficienza e competitività.

Tutto questo richiama l'attenzione sull'efficienza dei sistemi localizzati di PMI, e su quanto il territorio sia importante nei processi di sviluppo.

1.2 Forme di finanziamento di Piccole e Medie Imprese

La categoria di piccole e medie imprese è costituita da società che hanno meno di 250 dipendenti e hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro. La definizione ci è fornita dalla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 20 maggio 2003 e costituisce l'unico riferimento che determina le condizioni necessarie alla qualifica di PMI. Il metodo di finanziamento della propria attività storicamente più diffuso tra le PMI è rappresentato dagli strumenti offerti dagli istituti bancari, tra i quali spicca il classico "prestito bancario". A partire dagli anni Ottanta, però, si è verificata una evoluzione per cui le stesse realtà aziendali, e il mercato in generale, hanno riscontrato l'esigenza di affidarsi a nuove forme di finanziamento che permettessero di soddisfare le proprie esigenze e fabbisogni finanziari anche attraverso sistemi burocratici semplificati e requisiti di accesso al credito meno stringenti, erogate da soggetti diversi dalla banca. In particolar modo a seguito della pandemia del 2020, il sistema

economico banconcentrico con cui le realtà aziendali, piccole e grandi che fossero, erano abituate a confrontarsi, inizia a perdere la sua storica unicità, per lasciare spazio a nuovi interlocutori, tra cui Poste Italiane S.p.a., le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV), le Società di Intermediazione Mobiliare (SIM), le Società di Gestione del Risparmio (SGR), gli agenti di cambio. I sopra elencati rappresentano gli intermediari finanziari diversi dalle banche autorizzati da Banca d'Italia alla concessione del credito, la quale rilascia la licenza ad operare dopo aver verificato la sussistenza dei requisiti necessari all'esercizio di tale pratica.

Tutti gli intermediari finanziari rappresentano un sistema di accesso al credito regolamentato con lo scopo di garantire la tutela del consumatore e la stabilità del sistema finanziario, attraverso un attento controllo delle attività svolto da Banca d'Italia e dalla Consob. I finanziamenti, pertanto, possono essere concessi solo da società autorizzate all'esercizio del credito da Banca d'Italia. Tra gli intermediari sopra elencati, SICAV e SGR fanno parte della più ampia categoria chiamata Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio, cosiddetti OICR, ovvero un istituto per la gestione collettiva del risparmio in cui il patrimonio viene raccolto tra una pluralità di investitori tramite l'offerta e l'emissione di quote o azioni ai sensi dell'articolo 1 del Testo Unico della Finanza. Nelle SICAV, ad esempio, l'investitore diventa azionista della società, ovvero possiede da quel momento una porzione del capitale complessivo della società in questione, esercitando una forma di finanziamento che ne va ad aumentare il capitale sociale. Entrare nella compagine sociale di una impresa comporta una serie di diritti e doveri: primo di tutti, il diritto di partecipare alla ripartizione degli utili di esercizio; ma anche di sostenere le eventuali perdite. Di fatto, si parla di capitale di rischio proprio perché il rischio a cui si espongono i soggetti che decidono di investire in una impresa attraverso l'acquisto di azioni è dato dalla probabilità di non ricevere una remunerazione di quanto investito: questo viene riconosciuto come *default spread*.

Solitamente, quando parliamo di azioni facciamo riferimento ad una forma societaria, la Società Per Azioni, in cui il capitale sociale, o patrimonio netto, o *equity*, viene ripartito in quote detenute dai soci, le cosiddette azioni. Le azioni possono essere non quotate, e quindi la negoziazione avviene tra privati, oppure possono essere quotate; quindi, l'attività di acquisto e vendita avviene sul mercato finanziario. Per mercato finanziario non si intende un luogo fisico, come accadeva una volta nelle Borse Valori in cui gli operatori si incontravano di persona, ma si intende un luogo di negoziazione virtuale a cui hanno accesso gli intermediari finanziari e gli operatori autorizzati. È necessario precisare che le azioni scambiate tra privati saranno di più difficile smobilizzo di quelle scambiate su mercati regolamentati: in primo luogo, per la scarsa visibilità che hanno; in secondo luogo, per la sicurezza e trasparenza che un mercato regolamentato può vantare.

Esistono, quindi, diversi tipi di finanziamento per piccole e medie imprese. Una tendenza che va avanti da ormai qualche anno, secondo i dati emersi da una ricerca condotta nel 2023 da Assifact in collaborazione con KPMG², è il ricorso a strumenti alternativi a quelli bancari per ottenere un servizio più snello e celere. Tra le soluzioni presenti sul mercato, possiamo annoverare il Crowdfunding, il Venture capital, i Minibond, il Factoring e l'Invoice Trading.

Un tema interessante riguardo i tipi di finanziamento di impresa è l'Equity Crowdfunding. Introdotto in Italia dal Decreto-legge 179/2012, prevede la raccolta di capitale di rischio a favore della nascita e dello sviluppo di start-up innovative, attraverso l'utilizzo di una piattaforma digitale. Tale piattaforma viene gestita dai cosiddetti "gestori di diritto", ovvero banche o imprese di investimento (SIM) che abbiano comunicato preventivamente alla CONSOB di voler svolgere questo tipo di attività. Possono essere gestite anche da altri soggetti, purché previamente autorizzati dall'autorità competente, in base alla sussistenza di determinati requisiti e caratteristiche, e successivamente iscritti ad un apposito elenco tenuto dalla CONSOB. In

² "Indagine sulla Domanda di Factoring e Invoice Fintech" (2023)

sostanza, l'Equity Crowdfunding permette agli investitori di acquistare un titolo di partecipazione in una società tramite una piattaforma digitale, ottenendo come ricompensa per il finanziamento i diritti connessi alla partecipazione al capitale sociale stesso.

A partire dal 2017, a seguito dell'introduzione delle disposizioni di cui all'articolo 57 del Decreto-legge numero 50, è consentito anche a tutte le PMI costituite nella forma di Società a Responsabilità Limitata di beneficiare dell'Equity Crowdfunding, ovvero di offrire categorie di quote di capitale agli investitori, conferendo diversi diritti a seconda della categoria a cui le quote appartengono. Con questa disposizione, la comunità europea intende creare mercati specificamente dedicati alle piccole e medie imprese e garantirne l'accesso a forme di finanziamento consone alla realtà in cui operano, con il fine ultimo di favorirne la crescita. Inizialmente previste per le sole start-up, le disposizioni vengono estese anche alle PMI innovative costituite in forma di S.r.l. (2015), e poi a tutte le PMI (2017), permettendo agli investitori di conferire capitale di rischio a sostegno delle attività qualora sussistano determinate condizioni:

Per le PMI

- La società deve avere meno di 250 dipendenti
- Deve avere un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro oppure
- Deve avere un totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro

Per le PMI innovative

- La società deve presentare gli stessi requisiti che definiscono una piccola e media impresa (di cui sopra)
- Deve operare in settori innovativi e tecnologici oppure in settori con vocazione sociale
- Deve sostenere spese in ricerca e sviluppo pari almeno al 15% del maggior valore tra valore della produzione e costo, oppure
- Deve avere un team qualificato, oppure

- Deve essere titolare di diritti di sfruttamento di invenzioni industriali, ad esempio brevetti o marchi

Le modifiche in materia di accesso al credito sono volte alla semplificazione degli obblighi e degli adempimenti per le piccole imprese: questa la ragione sottostante l'esistenza di deroghe all'applicazione dell'Equity Crowdfunding, ossia delle semplificazioni rispetto alla disciplina comune, la quale è stata adattata a contesti in cui le risorse, talvolta, sono limitate. Tra queste, ci ricollegiamo alla possibilità di offrire al pubblico le quote di partecipazione nel caso di una S.r.l., il tutto in un'ottica di semplificazione e trasparenza del mercato.

La volontà condivisa europea di creare un mercato ad hoc per le PMI discende dalla volontà di semplificare le modalità di accesso al capitale, ma anche diversificarle dal più tradizionale conferimento dei soci e dal ricorso al credito bancario. Di fatto, la struttura finanziaria delle imprese italiane, se paragonata alle imprese estere, presenta una capitalizzazione scarsa, con capitale di rischio presente in misura inferiore rispetto al capitale di debito. Con riferimento a quest'ultimo, inoltre, va evidenziato il largo ricorso a finanziamenti a breve termine. Il risultato è che la struttura finanziaria complessiva d'impresa risulta instabile in assenza di risorse a medio lungo termine, e quindi più esposta ad eventuali crisi economiche.

1.3 Società quotate italiane

La quotazione in Borsa è un processo che conduce una società nel mercato dei capitali e coinvolge sia l'imprenditore che la compagine aziendale che i portatori di interesse esterni all'impresa. Per quotazione si intende quel processo attraverso il quale una società offre al pubblico, ovvero agli investitori, le proprie quote di capitale, le azioni, con lo scopo di raccogliere capitale di rischio. Le azioni che vengono offerte per la prima volta su un

mercato regolamentato vengono chiamate IPO, che sta per “Initial Public Offering”. Da evidenziare che le azioni possono essere sia quotate che non quotate. Le azioni quotate italiane vengono gestite da Borsa Italiana.

Quotarsi rappresenta per l'impresa in questione una finestra di sbocco sul mercato in termini di visibilità verso investitori, ma anche verso capitale umano, attraendo talenti da ogni dove. È dunque uno strumento di rilevante importanza per coloro che desiderano accrescere la propria posizione in un contesto sempre più competitivo e complesso, permettendo a coloro che si quotano di reperire risorse finanziarie necessarie alla realizzazione di progetti e investimenti ambiziosi.

Negli ultimi anni si è assistito ad un incremento al ricorso al mercato borsistico da parte delle piccole e medie imprese che ha generato un circolo virtuoso di eventi. La raccolta di capitale attraverso la borsa genera vantaggi sia per l'impresa che per l'economia del paese in generale. Innanzitutto, consente alle imprese di rafforzare la propria posizione ed essere più resistenti e resilienti di fronte ai cambiamenti e alle fasi di crisi. Garantisce una alimentazione della crescita interna dell'impresa grazie agli investimenti, ma anche una crescita esterna che tende verso l'internazionalizzazione. Una società quotata sarà anche portata ad essere più trasparente in termini di governance, per comunicare agli stakeholder le proprie intenzioni e azioni intraprese nell'ottica di garantirsi o conquistare la fiducia dei propri portatori di interesse, attraverso la sincerità nell'esposizione dei propri valori societari. Un altro evento da annoverare riguarda lo svincolo dal sistema bancario quale unico soggetto in grado di elargire finanziamenti, un contesto che risulta essere vincolato da stringenti requisiti introdotti dall'autorità di vigilanza. Infine, il ricorso al mercato dei capitali da parte di un numero sempre maggiore di imprese comporta la crescita del mercato borsistico che, secondo diversi studi empirici, contribuisce alla crescita economica del paese grazie ad un mercato dei capitali liquido e sviluppato.

Ai sensi dell'articolo 2325 bis del Codice civile, vengono dette società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Nel 2018, le società quotate all'Aim (Alternative Investment Market), un listino di Borsa Italiana dedicato alle PMI, sono cresciute del 30%³, passando da 69 all'inizio del 2017 a 98 nel 2018. Questo significativo aumento si è verificato grazie all'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio, ovvero strumenti di investimento di medio e lungo periodo che permettono di collegare i risparmi privati con gli investimenti delle imprese, ma soprattutto è dovuto agli scarsi vincoli di accesso previsti dall'Aim per le piccole imprese. Queste condizioni permettono di sfruttare le potenzialità della quotazione per ottenere liquidità e, di conseguenza, crescere. Secondo gli ultimi dati risalenti al 2023, le società quotate in borsa sono circa 429; pertanto Borsa Italiana vanta una capitalizzazione pari a 761 miliardi di euro, in crescita del 21,6% su base annua, rispetto ai 626,2 miliardi del 2022.

Tra le caratteristiche che una piccola impresa dovrebbe avere per una offerta iniziale (IPO) di successo, si prevede un fatturato di circa 20 milioni di euro e un Ebitda superiore ai ricavi del 10%, oltre ad un azionariato stabile, un sistema di controllo di gestione efficiente, una crescita annua almeno del 10% e un rapporto Debiti/Ebitda non superiore al 3%. Vediamo quindi affiancati sia requisiti economici che di governance: un investitore sarà propenso a destinare i propri risparmi in una impresa la cui direzione gode della sua fiducia. I vantaggi di quotarsi sull'Aim comprendono il contenimento dei costi di quotazione, la possibilità di godere di incentivi fiscali e la semplificazione dei successivi adempimenti rispetto al listino normale.

³ Venturi F., Perché le piccole e medie aziende che si quotano in borsa sono tanto aumentate, AGI, 2018

1.4 Struttura, pianificazione e controllo interno

Per una società fortemente radicata alle proprie abitudini, cambiare il modo in cui le cose sono sempre state gestite, cambiare la cultura del “abbiamo sempre fatto così” risulta spesso un’opzione non contemplata. “Se è andata bene fino ad oggi, perché cambiare?”. Questo tipo di mentalità poteva essere adatta ad un mondo in cui l’economia era “chiusa”, nazionale, ma non si adatta al mercato dell’oggi, aggressivo e dinamico, ma soprattutto globale. Pertanto, si rende necessaria per le piccole imprese italiane una rivoluzione e rideterminazione delle proprie convinzioni e modi di operare, un superamento del proprio limite culturale, poiché il cambiamento è necessario per la loro stessa sopravvivenza. L’idea di reagire al momento in cui si prospetta un problema deve lasciare spazio ad una pianificazione anticipata dei possibili ostacoli futuri. Il cambiamento deve diventare parte integrante di una strategia, deve essere calcolato a priori e non a posteriori, al verificarsi di un determinato evento. Poiché le PMI vengono chiamate a fronteggiare uno scenario globalizzato in cui è necessario adattare e modificare le proprie strategie per conseguire un vantaggio competitivo a lungo termine, la capacità di reazione dell’impresa e quindi il successo della stessa nell’ambiente in cui opera dipende dalla sua capacità di agire a livello operativo⁴. L’impresa viene chiamata a trovare un equilibrio tra l’esigenza di cambiamento e la stabilità dei propri valori identitari, posti alla base del proprio business. Le intenzioni strategiche, ovvero i progetti imprenditoriali che il management di una impresa intende realizzare in futuro, devono conciliare le dinamiche del settore in cui l’azienda opera con i cosiddetti *core values*, ovvero quei valori su cui si basa l’intero operato dell’impresa, che costituiscono di fatto un limite oltre il quale non si può spingere il cambiamento. Innovazione, ma non distruzione dei valori.

⁴ Cedrola E., Cantù C., Gavinelli L., *Territorio, relazioni e competitività. Verso nuovi percorsi di sviluppo nazionale ed internazionale per le piccole e medie imprese italiane*, 2009

Le idee concepite dalla alta direzione aziendale stanno alla base di ogni strategia d'impresa. Concorre al fallimento di una impresa un'idea mal concepita tanto quanto una inefficiente realizzazione di un'idea valida. L'organizzazione è di fondamentale importanza per realizzare un progetto, per raggiungere un determinato obiettivo, e se non ci si adatta al mutevole contesto ambientale in cui si opera, il rischio è di esserne tagliati fuori.

La struttura organizzativa di una impresa definisce le gerarchie e le dinamiche di comunicazione interna, ed è composta da tre organi principali a cui spetta l'amministrazione, la gestione e il controllo d'impresa. Al vertice, abbiamo la direzione, ovvero coloro che si occupano di prendere decisioni, che verranno elaborate, pianificate e messe in pratica dal management, per poi essere ripartite sul piano operativo con obiettivi per ogni area. La pianificazione delle decisioni è volta ad ottenere risultati in linea con gli scopi aziendali, ma soprattutto a soddisfare le categorie di soggetti portatori di interessi nei confronti dell'impresa, i cosiddetti *stakeholder*. Gli stakeholder possono essere interni all'impresa, ovvero i soci, i dipendenti, i fornitori, oppure esterni, ad esempio i clienti o potenziali investitori.

Un padre fondatore della scienza manageriale, Henry Fayol, spiega in cosa debba consistere il ruolo di dirigente. Elenca cinque funzioni principali:

1. Pianificazione della strategia futura. Spesso si crede che una strategia debba essere formulata soltanto quando le cose non vanno come sperato. In realtà la strategia deve essere costantemente rivista e rielaborata, poiché "quando le cose funzionano, sono vecchie".
2. Organizzazione. Una volta delineata la strategia, le risorse devono essere organizzate per il raggiungimento degli obiettivi.
3. Guida. La direzione deve assicurare il buon funzionamento dei processi organizzativi.
4. Coordinamento. I rapporti tra i vari soggetti e i ruoli che ricoprono devono essere armonizzati ma soprattutto allineati tra loro.

5. Controllo. Con un controllo che può essere effettuato a preventivo o a consuntivo, ci si assicura che le azioni vengano svolte secondo quanto definito in fase decisionale.

In una società costituita sotto forma di S.p.a., i soci rappresentano la proprietà d'impresa e, quindi, l'organo deliberativo. Il Consiglio di Amministrazione, nominato dai soci, rappresenta l'organo di governo, esecutivo delle delibere assembleari. È l'organo a cui spetta la gestione di impresa nell'interesse dei soci stessi. Il Cda fornisce linee guida per la gestione d'impresa e approva i piani strategici proposti dall'Alta Direzione, in inglese il "Top Management Team". Al proprio interno, viene nominato l'Amministratore Delegato (CEO – Chief Executive Officer) che ha lo scopo di guidare il management nell'espletamento delle strategie aziendali. Il Cda si interpone tra i soci e il management, assicurando la tutela delle volontà dei soci, ed è pertanto l'organo preposto al controllo sull'operato dei manager al fine di ridurre il rischio di cattiva gestione. Per questo motivo è un organo indipendente, ad esclusione degli amministratori esecutivi, ovvero coloro che ricoprono cariche direttive oppure sono stati investiti di deleghe gestionali (ad esempio, il CEO). Infine, il ruolo di controllo viene ricoperto dal collegio sindacale per quanto riguarda l'attenzione alla compliance degli organi amministrativi, mentre la società di revisione si occupa di verificare la corretta tenuta della contabilità.

La struttura organizzativa di una PMI può essere di diverso tipo, formale e con organizzazione gerarchica definita da organigramma, oppure informale in cui non si opera attraverso regole e procedure scritte ma attraverso consuetudini. Qual è, quindi, il modello organizzativo e di controllo più adeguato? Entrambe le tipologie sopra descritte presentano vantaggi e perplessità. Per quanto riguarda la prima tipologia, ovvero l'azienda strutturata, il punto di forza risiede nella definizione riconosciuta di quali siano i ruoli e le mansioni, e da chi vengano svolti. Ognuno sa ciò che deve fare, conosce le procedure da seguire e fa riferimento al *leader*, colui a cui spetta la presa delle decisioni. La debolezza di questo modello risiede nella

manca di flessibilità e nella scarsa valorizzazione delle risorse umane, fulcro di ogni attività e patrimonio da salvaguardare. Nel secondo caso invece, le cosiddette aziende destrutturate prevedono lo svolgimento delle mansioni secondo prassi e consuetudini radicate nel tempo e quindi non formalizzate. Il ruolo delle persone è centrale, le relazioni tra gli operatori influiscono sulle decisioni quotidiane, e questo comporta la flessibilità dei processi, che sono in grado di adattarsi facilmente ad eventuali cambi di rotta, oppure particolari richieste del cliente. Questo punto di forza rappresenta anche un punto di debolezza: la mancanza di procedure formali rischia di paralizzare il sistema organizzativo qualora mancasse il soggetto di riferimento, il *leader*. L'eccessivo affidamento alla figura del leader provoca, nel caso in cui questa venisse meno, un crollo dell'intera organizzazione, che non sa più a chi fare riferimento. Inoltre, una definizione puntuale di quali siano i ruoli e le mansioni di ognuno permette agli operatori di capire il valore che apportano all'impresa e di essere partecipi al processo di creazione di valore, garantendo l'efficacia dell'organizzazione.

La determinazione della struttura organizzativa d'impresa è strettamente connessa alla definizione di una strategia poiché, al fine di raggiungere gli obiettivi previsti dal top management, è necessario che le risorse, umane e strumentali, siano organizzate in maniera efficace per raggiungere efficientemente gli scopi prefissati. La strategia d'impresa viene sviluppata attraverso una pianificazione, programmazione ed infine gestione del sistema di controllo interno. In passato, al sistema di controllo interno era riconosciuta la finalità di monitorare la strategia in termini di risultati conseguiti: l'attività era limitata alla sola verifica e analisi degli scostamenti tra i risultati raggiunti e gli obiettivi definiti in sede di pianificazione strategica, stabilendo le dovute azioni correttive. Negli anni '60, il modello di riferimento per il sistema di controllo interno era decisamente quello delineato da Anthony, il quale individua principalmente tre strumenti a cui vengono riconosciuti ruoli e scopi diversi: pianificazione strategica, controllo direzionale e controllo esecutivo. La pianificazione strategica è volta alla definizione di obiettivi di medio lungo termine, formalizzati attraverso un

documento, il piano strategico. Per poter raggiungere gli obiettivi di medio lungo termine, si rende necessario scomporli in obiettivi di breve termine con orizzonte temporale solitamente di un anno: siamo nella fase del controllo direzionale e, in questo caso, lo strumento di supporto più adatto risulta essere il budget. Infine, attraverso il controllo operativo il management svolge una verifica sui comportamenti degli individui giornalmente, con cui si assicura che le mansioni specifiche siano svolte in maniera efficace ed efficiente. Nonostante la facilità di utilizzo di questo modello e la sua decisa formulazione di come un'impresa debba comportarsi, subisce una graduale perdita di rilevanza a causa della rigida ripartizione dei ruoli e della mancanza di coesione tra la definizione della strategia e il livello operativo, in un contesto in cui non si assiste ad una così marcata separazione tra il momento in cui si definisce la strategia e il momento in cui si attua, ma piuttosto il pensiero strategico diventa parte della quotidianità. Col passare del tempo e a fronte di un dinamismo di mercato sempre più evidente e invadente, si assiste ad una modifica della concezione di controllo di gestione che si amplia e tende non più soltanto ad un monitoraggio costante delle variabili interne, ma soprattutto ad una attenzione per le variabili esterne. Acquisiscono sempre più rilevanza elementi non soltanto economico finanziari, ma qualitativi, come la soddisfazione del cliente, la qualità del prodotto, la capacità di innovazione d'impresa, la soddisfazione degli stakeholder in generale. Il controllo strategico diviene, pertanto, “un sistema atto a produrre informazioni idonee a supportare i processi di formulazione e revisione strategica”⁵, in altre parole, ricopre un ruolo di guida del processo strategico e non unicamente di mera verifica dei risultati.

⁵ Castellano N., Bartolacci F., Marasca S., *Controllo di gestione: Pianificazione, programmazione e reporting*, Giappichelli, 2020

CAPITOLO 2

Il ruolo delle istituzioni

2.1 Borsa Italiana

Borsa Italiana è una società privata che gestisce il mercato finanziario italiano e vigila sul suo corretto funzionamento. All'interno del suddetto mercato vengono scambiati ogni giorno e in tempo reale gli strumenti finanziari, tramite un sistema di negoziazione completamente elettronico ("Borsa Italiana - Euronext Group | AIPB"). Le principali funzioni svolte riguardano l'ammissione, l'eventuale sospensione ed esclusione degli strumenti negoziati, monitorando costantemente sugli obblighi degli operatori e degli emittenti. Le finalità che si prefigge Borsa Italiana prevedono la continua crescita del mercato, unita ad un costante miglioramento dell'efficienza, dell'internazionalizzazione e, soprattutto, della trasparenza delle operazioni.

Borsa Italiana gestisce diversi mercati, ad esempio Mercati Azionari e Obbligazionari, che consentono ad imprese di ogni dimensione di raccogliere risorse finanziarie diversificate, in un'ottica di sviluppo e coinvolgimento di investitori domestici e internazionali. Prevede al suo interno diverse sezioni chiamate "listini" che corrispondono alla totalità delle quotazioni ufficiali dei titoli trattati. Il listino rappresenta lo strumento di informativa giornaliera di mercato: è redatto e diffuso giornalmente da Borsa Italiana, al termine delle negoziazioni, e riporta l'elenco degli strumenti negoziati suddivisi in sezioni diverse, a seconda della tipologia di strumento (Listino – Glossario Finanziario, Borsa Italiana).

Nell'espletamento della funzione di garante della trasparenza e di promotore del buon governo societario delle imprese quotate italiane, Borsa Italiana partecipa, insieme al Comitato per la Corporate Governance, alla redazione e aggiornamento perpetuo del Codice di Corporate Governance, altresì

chiamato Codice di Autodisciplina (di seguito “il Codice”). Il Codice è stato redatto per la prima volta nel 1999 con lo scopo di regolare il funzionamento del governo di impresa e, congiuntamente, contrastare le forme di cattivo governo quali comportamenti fraudolenti insiti nella natura umana, comportamenti opportunistici e devianti dagli interessi della società, razionalità limitata. Questa esigenza è sorta nei contesti di Public Company, dove a causa della divisione tra proprietà, rappresentata dai soci, e controllo, ovvero i manager, si riscontra spesso un problema di allineamento di interessi e scarso controllo sui manager. I manager designati allo svolgimento dell’attività gestionale d’impresa potrebbero tenere comportamenti che vanno a soddisfare i propri bisogni e non quelli dell’impresa, ovvero le volontà dei soci. Sorge quindi la necessità di trovare una soluzione ai problemi di cattiva gestione: negli anni ’90 si assiste ad un processo di regolamentazione del ruolo del CdA quale organo indipendente a tutela degli azionisti e preposto al controllo sull’operato dei manager.

Parallelamente alle norme previste in materia, contenute ad esempio nel Codice civile o nel Testo Unico sulla Finanza, sorgono così i Codici di “best practice”, neutrali rispetto al modello societario adottato (monistico, dualistico, tradizionale) e quindi valide per tutti i tipi di società. Il primo codice, il Codice Preda, viene redatto nel 1999 ed è stato aggiornato negli anni fino a giungere all’ultima edizione del 2020, e contiene al suo interno raccomandazioni che costituiscono le “best practice” che un’impresa dovrebbe seguire. Si tratta di norme non cogenti e quindi non obbligatorie per legge, ma chi non le adotta è tenuto a comunicare ai soci e a Borsa Italiana le motivazioni che l’hanno indotto a non aderire, totalmente o parzialmente, ad una o più raccomandazioni, in forza del cosiddetto principio del “comply or explain”. Le società che adottano il Codice di Autodisciplina, invece, devono comunicarlo al mercato attraverso la relazione sul governo societario. Coloro che lo adottano soltanto formalmente e non sostanzialmente verranno comunque sanzionati, poiché le comunicazioni fraudolente sulla Corporate Governance non sono tollerate dalla legge.

Con riferimento all'ultima versione del 2020, Borsa Italiana decide di semplificare il Codice per incrementare la trasparenza sul mercato e per un fatto reputazionale: di fatto, le società quotate che hanno comportamenti fraudolenti gravano sull'impatto reputazionale dell'intero mercato borsistico, e quindi del suo gestore. L'edizione del 2020 presenta una struttura composta di 6 articoli suddivisi in "Principi", che definiscono gli obiettivi di una buona governance, e in "Raccomandazioni", che contengono le best practices per realizzare tali obiettivi. Le principali modifiche riguardano: la semplificazione delle modalità di ingresso delle piccole e medie imprese in borsa; la differenziazione dei principi e dei criteri in funzione della natura e della dimensione d'impresa; porre una maggiore attenzione alla figura degli stakeholder, portatori di interesse sempre più rilevanti per il raggiungimento di un successo d'impresa sostenibile, che quindi non guarda soltanto alla creazione di valore per gli azionisti ma per una moltitudine di soggetti.

2.1.1 Le iniziative per le Piccole e Medie Imprese

Borsa Italiana ha avviato negli ultimi anni innumerevoli iniziative con lo scopo di avvicinare le PMI al mercato dei capitali⁶. Ad esempio, ha messo a disposizione degli utenti diverse piattaforme che supportano le imprese nelle diverse fasi di sviluppo. Tra queste possiamo ricordare Elite per il primo stadio, AIM Italia per l'espansione, ExtraMOT per la parte obbligazionaria.

Questo percorso di avvicinamento non conduce necessariamente alla quotazione, ma serve a sensibilizzare la cultura italiana che si presenta tendenzialmente ostile a questi aspetti. Nonostante questo, come già riportato nel precedente capitolo, negli ultimi anni abbiamo assistito ad una tendenza delle imprese a convergere verso il mercato dei capitali, grazie anche all'introduzione di agevolazioni in termini di carico di lavoro e

⁶ Sironi A., *Il finanziamento delle PMI tramite il mercato dei capitali. Il ruolo di Borsa Italiana*, Istituto Lombardo, 2018

tempistiche di accesso al mercato, ma anche benefici fiscali. Nello specifico, ad esempio, sono stati semplificati gli obblighi di documentazione per le società quotate; dal punto di vista fiscale, nel 2017 sono stati introdotti i Piani Individuali di Risparmio che associano agevolazioni fiscali all'investimento nelle società di origine italiana, mentre nel 2018 sono stati introdotti incentivi per i costi di quotazione per le PMI.

Quotarsi permette di sfruttare dei benefici, opportunità che permettono all'impresa di migliorare la propria reputazione, incrementare la propria visibilità e la competitività sul mercato in cui opera. Come prima cosa, la quotazione permette alle aziende di raccogliere risorse per finanziare la propria crescita e lo sviluppo in un contesto ambientale sempre più dinamico. Permette di aumentare la propria visibilità sul mercato sia nazionale che internazionale; inoltre, il rispetto da parte dell'impresa dei requisiti di trasparenza a cui si aderisce al momento della quotazione crea un valore aggiunto, promette delle garanzie che aumentano la fiducia degli stakeholders. Gli azionisti già esistenti hanno la possibilità di smobilizzare le proprie quote molto più facilmente grazie al dinamismo del mercato dei capitali. Per ultimo, quotarsi permette di far entrare nella compagine sociale soggetti qualificati nel ruolo di azionisti, aiutando l'impresa dal punto di vista finanziario ma anche comportamentale, fornendo preziosi consigli e mettendo a disposizione le proprie conoscenze al fine di veder prosperare l'impresa.

Ad oggi, i mercati di Borsa Italiana vantano la presenza di 429 società quotate. Tra queste, le piccole e medie imprese rappresentano oltre l'80% delle società quotate italiane, numericamente pari a 346 società.⁷

⁷ Gli ultimi dati risalgono al 29.12.2023 (Borsa Italiana, Euronext, *Borsa Italiana per le PMI*, 2023)

2.2 Requisiti per la quotazione

In Italia, vi sono tre mercati borsistici a cui fare riferimento:

- Euronext Milan: il mercato principale, dedicato ai titoli di maggiore capitalizzazione.
- Euronext Star Milan: mercato dedicato alle medie imprese con alti requisiti in termini di trasparenza, governance e liquidità. La quotazione in questo mercato richiede particolari requisiti di eccellenza.
- Euronext Growth Milan: mercato dedicato alle piccole e medie imprese, e prevede minori obblighi e adempimenti da parte delle stesse al fine di facilitarne l'ingresso.

A seguito dell'ingresso anche da parte di Borsa Italiana, Euronext rappresenta la principale Borsa Paneuropea e la principale sede per i mercati dei capitali in Europa, con circa 1.900 società quotate per un totale di 6,5 trilioni di euro di capitalizzazione⁸.

Quando parliamo di quotazione di PMI, dobbiamo fare riferimento, quindi, allo speciale mercato della borsa chiamato Euronext Growth, un tempo chiamato AIM, modificato a seguito dell'acquisizione di Borsa Italiana da parte del gruppo Euronext.

Ogni impresa che si rispetti deve dimostrare il possesso dei requisiti per l'ammissione al mercato. Una società che desidera intraprendere il percorso di quotazione, detta emittente, potrà vedere ammesse in borsa le azioni rappresentative del proprio capitale soltanto se ha preventivamente pubblicato e depositato presso il Registro delle Imprese i bilanci consolidati degli ultimi tre esercizi, di cui almeno l'ultimo comprensivo di giudizio della società di revisione. Tra i requisiti che deve rispettare l'emittente, troviamo anche la sua regolare costituzione e conformità dello statuto alle leggi e ai regolamenti cui è soggetto. Tra i requisiti formali possiamo annoverare la

⁸Borsa Italiana, Euronext, *Borsa Italiana per le PMI*, 2023

determinazione della percentuale del flottante, ovvero la quota di capitale sociale destinata al mercato che deve essere almeno pari al 25% del capitale, il numero di bilanci certificati dalla società di revisione, la frequenza di informativa al pubblico, attraverso ad esempio i comunicati stampa, la presenza di consiglieri indipendenti all'interno del CdA, la presenza di un Comitato di Controllo e Rischi e di un Investor Relator. Altri requisiti guardano alla presenza di un management motivato, una valida corporata governance, una struttura finanziaria in equilibrio e una strategia ben definita.

Pertanto, il primo passo verso la quotazione riguarda la verifica della presenza di requisiti sia formali che informali. Il processo di quotazione richiede una meticolosa e lunga preparazione, e scaturisce per prima cosa dalla definizione di una strategia volta a creare valore nel tempo. Si rende quindi necessaria una analisi del settore in cui l'azienda opera e l'individuazione del proprio posizionamento competitivo, per poi andare a profilare un piano industriale pluriennale, realizzabile grazie ad un gruppo di manager che presentino doti e profili adeguati, ovvero dotati di professionalità ed esperienza. Infine, tutti questi elementi concorreranno alla presentazione del profilo della società quotanda presso gli investitori, al fine di indurli a prendere parte alla prima offerta di azioni, l'IPO.

2.3 Il processo di ammissione in Borsa

Al fine di adempiere alla verifica dei requisiti e a quanto previsto nelle dovute successive fasi cui l'azienda in questione dovrà sottoporsi, il percorso di ammissione a Borsa Italiana si svolge in un arco temporale che va solitamente dai 4 ai 6 mesi.

La fase preliminare prevede la presentazione da parte del management del progetto di quotazione ai membri del CdA, che delibereranno in merito alla sua approvazione o meno. Successivamente alla delibera positiva sulla richiesta di ammissione a quotazione, lo stesso CdA nomina un team di

consulenti e convoca l'Assemblea ordinaria dei soci, oppure, nel caso in cui sia previsto un aumento del capitale sociale, l'Assemblea straordinaria. A seguito della delibera dell'Assemblea vengono nominati lo sponsor (l'intermediario finanziario), il consulente legale, la società di revisione e gli altri consulenti che accompagneranno la società durante la quotazione.

Successivamente si procede con la fase di Due Diligence economico finanziaria e legale. Per Due Diligence si intende una verifica, un *audit* approfondito delle condizioni economico finanziarie e legali della società, al fine di identificare eventuali criticità, rischi, potenzialità e possibili fattori di successo della stessa, ovvero per verificare la sussistenza di condizioni necessarie per avviare la quotazione. Con l'ausilio della Due Diligence, si procede con la stesura del Prospetto Informativo, il documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio. Il compito di redigerlo spetta allo sponsor congiuntamente al management e ai consulenti legali, i quali devono attenersi alle indicazioni fornite dalla CONSOB per la sua stesura. Il Prospetto Informativo rappresenta il documento con cui vengono diffuse tutte le informazioni concernenti la società e le modalità di offerta del capitale. La CONSOB, infatti, ha il compito di autorizzare la pubblicazione del Prospetto a seguito di una verifica sull'idoneità della società ad intraprendere la raccolta di capitale da parte del pubblico di investitori.

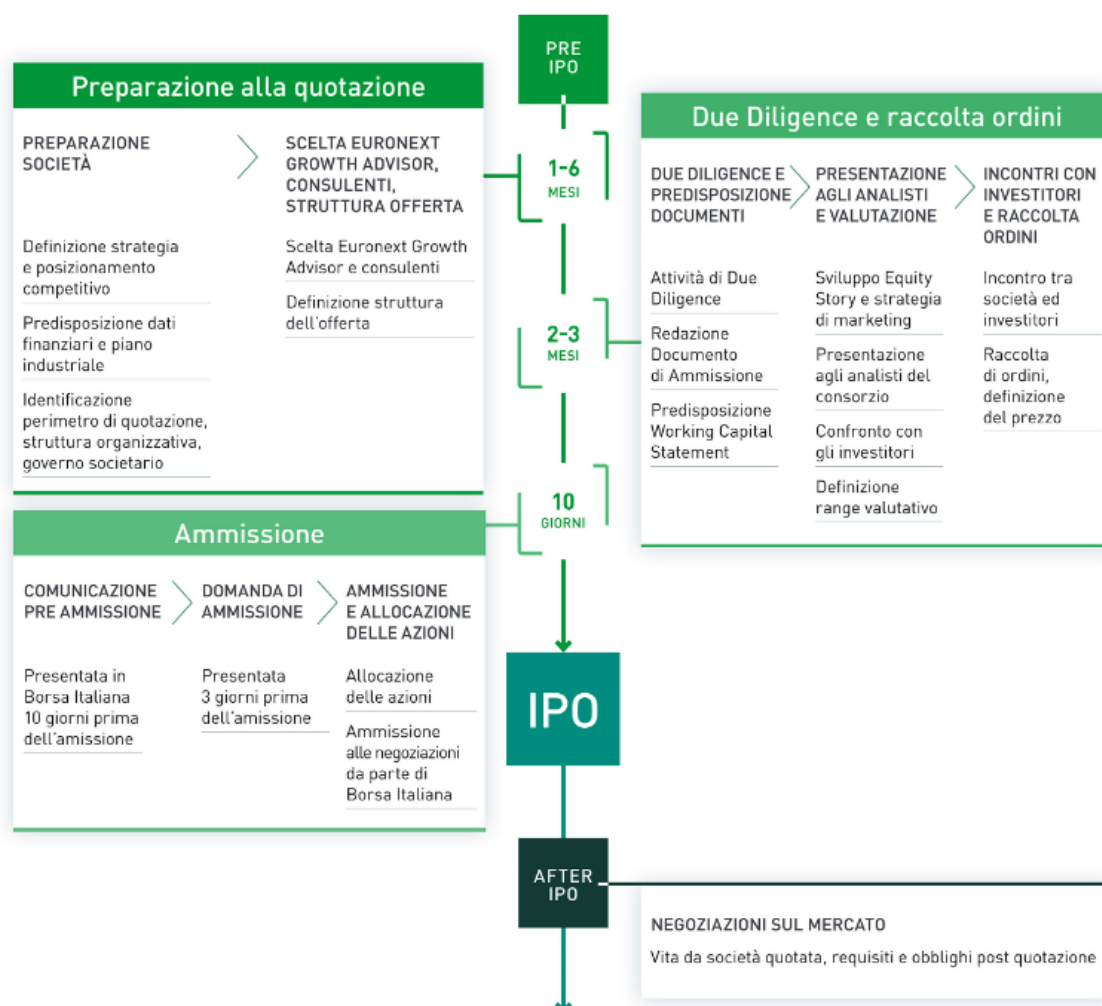
Per una maggior completezza informativa, è doveroso introdurre il ruolo svolto dalla CONSOB. La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ha lo scopo di controllare le società quotate e il mercato borsistico, nell'ottica di tutelare gli operatori e salvaguardare la loro fiducia e la competitività del sistema. Il ruolo di vigilanza viene condotto insieme a Banca d'Italia, la quale, dal suo canto, è competente in materia di contenimento del rischio e garante della stabilità patrimoniale delle banche e degli intermediari finanziari. La CONSOB assicura, attraverso la sua funzione di autorità di vigilanza, la trasparenza informativa nella determinazione dei prezzi dei titoli, dati dall'incontro tra domanda e offerta, mirando a ridurre il rischio di abusi di mercato e di comportamenti artificiosi.

Tornando alle fasi della quotazione, a seguito della autorizzazione del Prospetto da parte della CONSOB, si procede con la richiesta di ammissione a quotazione a Borsa Italiana: entro due mesi dalla presentazione della domanda, Borsa Italiana delibera in merito e comunica alla società, e contestualmente alla CONSOB, l'ammissione o la declinazione della domanda, rendendo pubblica la decisione mediante proprio avviso. Il provvedimento di ammissione risulta efficace e quindi ha validità per i successivi sei mesi dall'avviso, ed è subordinato al deposito del prospetto di quotazione presso la CONSOB.

Giunti a questo momento, abbiamo la fase di determinazione dell'offerta pubblica iniziale. Nella fase di "pre-marketing", gli analisti delle banche del Consorzio di collocamento, ovvero le banche che si occupano di collocare sul mercato i titoli azionari, effettuano un sondaggio interagendo con i potenziali investitori in un primo incontro informale in cui viene presentata l'azienda, al fine di ipotizzare un primo intervallo di prezzo per l'IPO. Successivamente, abbiamo la fase di "bookbuilding" in cui vengono raccolte le intenzioni di acquisto: i potenziali investitori istituzionali comunicano al *book runner*, l'intermediario preposto a questa fase, l'ammontare dei titoli che intendono acquistare ad un determinato prezzo. Sulla base degli ordini raccolti, viene fissato il prezzo e la quantità di offerta del collocamento. La fissazione del prezzo avviene solitamente in due fasi: per prima cosa, l'Assemblea dei soci che approva l'aumento del capitale fissa un intervallo di prezzo sufficientemente ampio per tenere in considerazione eventuali oscillazioni dovute a variazioni delle condizioni di mercato; in secondo luogo, in base ai risultati del bookbuilding, si determina il prezzo di collocamento per il lancio dell'offerta pubblica a prezzo fisso, oppure si determina il tetto massimo nel caso di offerta pubblica a prezzo aperto.

Infine, abbiamo l'inizio delle negoziazioni ufficiali, in cui viene determinato il prezzo di mercato del titolo in grado di soddisfare entrambi azionisti e investitori.

Figura 2.1 – Il processo di quotazione sul mercato Euronext Growth Milan⁹



Il processo di quotazione rappresenta una scelta strategica che stimola il management aziendale a migliorarsi sia nel periodo che precede la quotazione, sia successivamente. L'esito positivo della quotazione non dipende soltanto dai punti di forza di un determinato business, ma anche e soprattutto dalla qualità di un sistema di governance: un investitore destinerà i propri risparmi in una impresa il cui management gode della sua

⁹ Borsa Italiana, *Il processo di quotazione*, Borsa Italiana S.p.a., 2022

fiducia, poiché crede che sia in grado di spingere l'azienda oltre il proprio status, verso l'eccellenza.

CAPITOLO 3

Il caso ErreDue

3.1 Case history

ErreDue S.p.a. è una azienda nata sul territorio livornese che si occupa della progettazione, produzione e vendita, o locazione, di macchine autoproducenti gas tecnici. In particolare, si occupa della creazione di elettrolizzatori per la produzione di idrogeno, macchine per la produzione di azoto e azoto ultra-puro e macchine per la produzione di ossigeno e ossigeno medicale.

Fondata nell'anno 2000 dall'attuale Presidente e CEO Enrico D'Angelo, ErreDue è il frutto di una esperienza nel campo dell'idrogeno perpetuata fin dall'anno 1985, in cui i tre amici D'Angelo, Roberto Saletta e Mauro Marrucci svilupparono un sistema di controllo di processo per elettrolizzatori multicellulari governato da microprocessori. Al tempo il mercato dell'idrogeno era pressoché sconosciuto e quindi poco sondato, ma questi tre ragazzi colsero l'importanza che questo settore riservava nell'ambito delle energie rinnovabili. Quando ancora l'economia non era sensibile allo sviluppo sostenibile e alle tematiche cosiddette ESG ("Environmental, Social and Governance"), loro intravidero le potenzialità che questo business offriva. Dall'unione di capacità tecniche, elettrotecniche, meccaniche e chimiche, progettaronò una nuova tecnologia per utilizzare l'idrogeno come vettore energetico.

Il modello di business è integrato verticalmente: tutte le componenti per la produzione dei macchinari vengono prodotte internamente all'impresa, ad esclusione di quelle parti non tecnologiche, ad esempio la carrozzeria. Inoltre, la produzione è sempre preceduta dall'ordine del cliente, permettendo così una riduzione dei rischi connessi alle rimanenze di magazzino. ErreDue offre, pertanto, soluzioni altamente innovative per la produzione, miscelazione e purificazione on-site di gas tecnici, ma anche personalizzate rispetto alle

necessità specifiche del cliente e ottimizzate per ciascun mercato di sbocco. Ad esempio, la possibilità di usufruire del servizio di noleggio, limitatamente all'area di mercato italiana, ad eccezione di qualche caso particolare, offre maggior libertà e meno vincoli soprattutto per i nuovi acquirenti.

Per poter capire dove ci troviamo oggi, è necessario analizzare da dove proveniamo: un breve excursus storico ci aiuterà a meglio comprendere i motivi sottostanti le scelte manageriali portate avanti dalla società oggetto del caso. Come riportato in precedenza, la società viene fondata il 14 febbraio 2000 sotto forma di Società a Responsabilità Limitata, ma è nel 2001 che viene chiuso un importante contratto di manutenzione con il maggior produttore italiano di gas tecnici dell'epoca che permetterà di accedere a risorse finanziarie destinate agli investimenti per la crescita. Nel 2003 viene acquistato l'immobile di Livorno che diverrà la sede principale della ditta e viene avviata la produzione dei generatori di azoto, mentre nel 2004 si assiste ad un cambio di modello di business: si ha il passaggio dalla sola vendita ad una formula prevalentemente di locazione per i generatori. Nel 2010 Francesca Barontini viene nominata Chief Executive Officer di ErreDue e la società viene trasformata in Società per Azioni. Nel 2014 si ha l'acquisizione di una partecipazione in una società spin-off dell'Università di Pisa, gestita da professori altamente esperti con decenni di esperienza nel settore dei catalizzatori metallici nanostrutturati: questo know-how viene internalizzato dalla ErreDue, che inaugura un proprio reparto di Ricerca e Sviluppo e grazie a questo diventa la prima società in Italia a realizzare celle elettrolitiche a 30 bar di pressione. Nel 2016 viene avviata la produzione di piccoli generatori per applicazioni di laboratorio e la produzione interna di celle PEM (Proton Exchange Membrane), frutto di una più recente tecnologia per l'elettrolisi dell'acqua. Oggi ErreDue è una micro-public company ben capitalizzata e debitamente organizzata per produrre, vendere e gestire il servizio post-vendita di una vasta gamma di generatori di gas. Il modello di micro-public company è dovuto alla struttura di partecipazione azionaria: la società incentiva e coinvolge i propri dipendenti a prendere parte all'azionariato, così da permettere a chi lavora nell'impresa di percepire i frutti di proprio lavoro,

concordemente con i principi di Corporate Social Responsibility. La sicurezza sul lavoro e il benessere dei propri dipendenti sono una priorità e un vanto della società.

ErreDue è una società che si fonda su tre assi portanti: sicurezza sul lavoro, sostenibilità e innovazione. La generazione e purificazione di gas on-site permette di evitare il trasporto e la gestione di cilindri di gas pressurizzato, eliminando rischi di mala gestione e scoppio sui luoghi di lavoro. Questo è reso possibile da tecnologie sottoposte a test di durata decennale, che assicurano i più alti standard di sicurezza, certificati anche da terze parti. Sul versante della sostenibilità, l'idrogeno verde, quale vettore energetico a zero emissioni, è ritenuto un "catalizzatore chiave" per accelerare la transizione verso un'economia verde sostenibile. Infine, ricopre un ruolo decisamente importante il reparto di Ricerca e Sviluppo, volto alla continua ricerca di soluzioni innovative per i vari settori applicativi di riferimento. Lo sviluppo interno del design del prodotto non offre al cliente soltanto un generatore di gas, ma un sistema completo creato su misura alle esigenze del cliente, e che permette di realizzare un valore aggiunto nel processo di produzione nel quale verrà installato. ErreDue vanta, inoltre, di collaborazioni con enti privati e pubblici che operano nel settore della ricerca tecnologica e scientifica, quali ENEA e il Consiglio Nazionale di Ricerca (C.N.R.) dell'Università di Pisa. L'intenzione dell'impresa è quella di progredire in un contesto in cui l'energia rinnovabile verrà messa al primo posto al fine non solo di ottimizzare i processi produttivi, ma anche migliorare l'ambiente in cui il cliente opera. Ad esempio, la produzione di gas on-site elimina le emissioni di gas serra dovute al trasporto delle bombole, inoltre l'idrogeno usato come vettore di energia permette di sfruttare in maniera più efficiente le fonti rinnovabili esistenti e ne agevola lo sviluppo e la diffusione. La continua ricerca applicata permette a ErreDue di penetrare nuovi mercati con soluzioni ottimali, e allo stesso tempo di diversificare le fonti di ricavo. L'innovazione viene promossa da una cultura organizzativa guidata, quindi, dalla ricerca e sviluppo, e tende verso la transizione energetica, per cui si prevede, per la produzione di energia, il passaggio dall'utilizzo di fonti non rinnovabili, come petrolio, gas e carbone,

ad uno sfruttamento di energie rinnovabili, tra cui l'idrogeno. Le conoscenze completamente internalizzate permettono indipendenza e massima efficienza nel perseguimento dell'innovazione, in un'ottica di lungo periodo. L'innovazione è fondamentale tanto quanto la creatività nella risoluzione dei problemi e nella qualità del servizio. La soluzione "chiavi in mano" e il servizio post-vendita permettono di realizzare uno dei principali obiettivi della società. Anche dalla prospettiva dei propri clienti, appare evidente che ErreDue abbia uno scopo ben preciso, ovvero la loro piena soddisfazione e fiducia. ErreDue vanta più di 2000 clienti serviti dalla sua fondazione ad oggi e provenienti da più di 50 paesi. Inoltre, è certificata da Cribis come "Prime Company", per la sua comprovata e assoluta affidabilità commerciale.

ErreDue risulta essere un'azienda sana e ben patrimonializzata. In un contesto in cui la tendenza a ricorrere all'idrogeno per vari aspetti legati ai processi di produzione è in crescita, si comprendono le potenzialità della quotazione in borsa, in previsione di poter ottenere una maggiore visibilità nel mercato dell'idrogeno.

3.2 Struttura organizzativa d'impresa ai fini del controllo di gestione prima della quotazione

Quando si parla di controllo di gestione si fa riferimento al sistema di strumenti tecnico-contabili posti a supporto della direzione aziendale, affinché possa prendere decisioni che conducano all'efficienza e all'efficacia nel raggiungimento degli obiettivi d'impresa. La contabilità si pone pertanto al servizio del controllo di gestione e permette di verificare l'andamento della strategia in atto, dirottando la direzione aziendale verso quelle scelte più convenienti dal punto di vista economico e sociale. Si fa affidamento sia alla contabilità passata, con dati desunti dal bilancio, che a previsioni economiche formulate grazie ad un sistema di *forecasting* con cui vengono previsti i flussi di ricavi e di costi che l'azienda dovrà sostenere in futuro.

Il controllo di gestione è suddiviso in pianificazione, programmazione e controllo. La pianificazione ha il compito di determinare gli obiettivi con una prospettiva a lungo termine. Parte dall'analisi della situazione attuale, ovvero l'analisi dei dati storici ricavati dalla contabilità gestionale, che permette di analizzare il contesto interno ed esterno in cui l'impresa opera: in questa fase, si cerca di comprendere quali sono i punti di forza e di debolezza dell'impresa e di individuare eventuali opportunità di mercato e minacce da dover fronteggiare; si valuta inoltre la presenza delle risorse e competenze adatte a far fronte a tali situazioni. Questa prima fase viene seguita dalla previsione o simulazione dei possibili scenari futuri al fine di formulare obiettivi. Si procede con la programmazione delle attività di gestione, per cui gli obiettivi verranno declinati per area aziendale in un arco temporale di breve periodo e su base temporale attraverso degli scadenziari. Il controllo trova infine concreta attuazione nella misurazione dei risultati gestionali e nell'analisi degli scostamenti tra gli obiettivi prefissati e quelli effettivamente raggiunti.

Nella definizione degli obiettivi il controllo svolge un "ruolo di guida": non si limita soltanto a determinare se un obiettivo è raggiunto o meno, ma è fondamentale per comprendere se l'impresa si sta muovendo verso la direzione desiderata. Inoltre, in fase di pianificazione delle attività gestionali, vengono attribuite ai collaboratori aziendali delle responsabilità coerenti con i propri ruoli, permettendo ad ognuno di capire il valore che apporta all'interno della catena di creazione del valore e motivando quindi a adempiere al meglio ai propri compiti. Dal punto di vista direzionale, questo consente di coordinare le attività da svolgere e permette di definire le risorse da destinare alle varie aree organizzative e i vincoli che le stesse devono rispettare.

Esistono due tipi di meccanismi operativi di controllo: il modello di *feed-back* (Figura 3.1) è il controllo tradizionale retroattivo, attraverso il quale, terminata l'attività di gestione, vengono misurati i risultati finali; il modello di *feed-forward* (Figura 3.2), invece, prevede una serie di controlli periodici al

fine di valutare i risultati intermedi e di elaborare previsioni future per adattare, eventualmente, le attività verso una rotta diversa oppure per assestarle verso l'obiettivo principale. In quest'ultimo caso, affinché funzioni, si prevede necessaria l'attendibilità dei dati posti alla base del modello predittivo.

Figura 3.1 – Meccanismo di Feed-back¹⁰

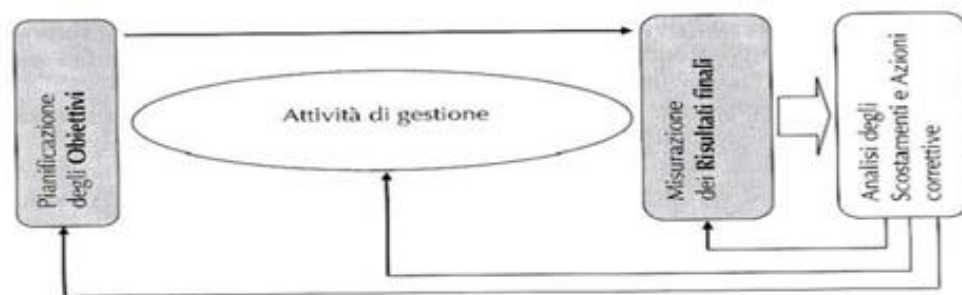
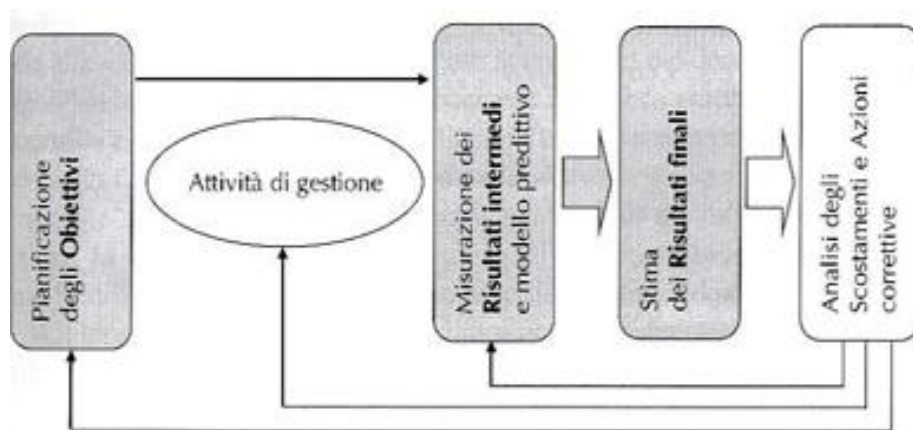


Figura 3.2 – Meccanismo di Feed-forward¹¹

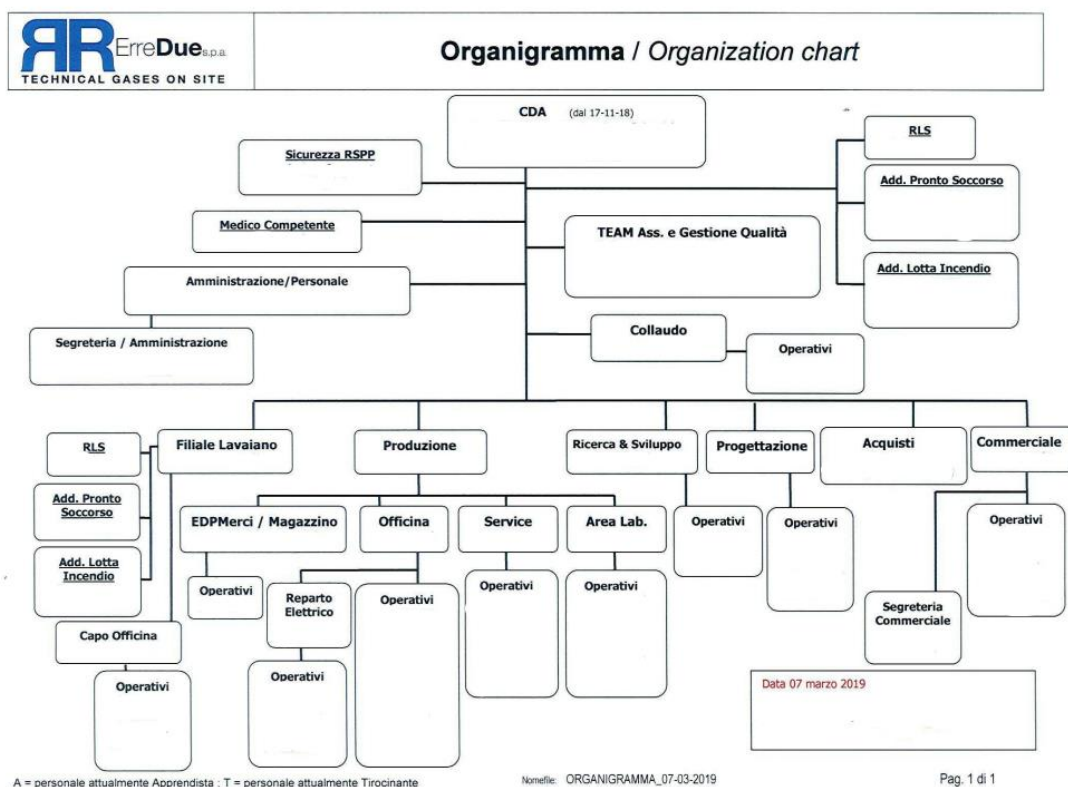


¹⁰ Castellano N., Bartolacci F., Marasca S., *Controllo di Gestione: Pianificazione, programmazione e reporting*, Giappichelli, 2020

¹¹ Castellano N., Bartolacci F., Marasca S., *Controllo di Gestione: Pianificazione, programmazione e reporting*, Giappichelli, 2020

La struttura organizzativa di un'impresa riveste un ruolo fondamentale nel processo di controllo di gestione, in quanto determina la modalità di distribuzione delle responsabilità tecnico-economiche all'interno dell'impresa stessa. La struttura organizzativa è composta sia da elementi formali, quali organigrammi e procedure scritte, sia da aspetti informali, rappresentati dalle relazioni interpersonali e dalla cultura aziendale. Per poter descrivere la struttura organizzativa aziendale ai fini del controllo di gestione è innanzitutto necessario definire chiaramente ruoli, mansioni, responsabilità e relazioni che intercorrono tra gli organi societari. (Per ruolo si intende l'insieme delle aspettative rivolte verso chi ricopre una determinata posizione e svolge funzioni per cui deve tenere un certo comportamento.)

In ErreDue, i ruoli risultano chiaramente definiti dal seguente organigramma aziendale:



Al vertice abbiamo il Consiglio di Amministrazione, composto da tre soggetti (Enrico, l'Imprenditore; Francesca, l'Amministratore Delegato; Emiliano, il Responsabile di produzione) con il compito di guidare e fornire linee guida ai manager di funzione ovvero ai supervisori di reparto. Direttamente al di sotto troviamo il Rappresentante dei Lavoratori per la Sicurezza (RLS) e il Responsabile del servizio di prevenzione e protezione (RSPP), entrambi con funzioni di monitoraggio, valutazione e gestione dei rischi al fine di garantire la sicurezza e la salute sul luogo di lavoro. L'unica distinzione riguarda i soggetti a cui si rivolgono: il primo è un soggetto designato per rappresentare i lavoratori; il secondo è un soggetto nominato dal datore di lavoro e con il quale quest'ultimo si confronta in materia di sicurezza, prevenzione e protezione sul luogo di lavoro. Seguendo la linea troviamo i ruoli amministrativo-contabili, il reparto collaudo e il team di Gestione e Controllo Qualità, introdotto per assicurarsi l'efficacia e l'efficienza nei processi di produzione, di modo da ridurre gli errori conformemente a quanto riportato dalla normativa vigente, la ISO 9001. Successivamente, vediamo i vari reparti suddivisi per funzione: produzione, ricerca e sviluppo, progettazione, acquisti e commerciale. Ogni area ha i propri responsabili di reparto ai quali si potranno rivolgere rispettivamente gli operativi del reparto di riferimento.

La definizione di un organigramma consente di evitare una sovrapposizione di ruoli in capo a più soggetti, che potrebbe trasformarsi in una competizione interna non stimolante ma deviante dal raggiungimento degli obiettivi; soprattutto permette di monitorare e valutare le performance dei vari collaboratori. Al momento in cui è stato stilato il presente organigramma i dipendenti erano circa 80, pertanto l'organizzazione prevedeva una suddivisione degli incarichi tale per cui le funzioni erano accentrate in un unico soggetto, responsabile per i suoi sottoposti.

Il controllo di gestione deve necessariamente essere affiancato da un sistema di comunicazione interna efficiente e trasparente, che consenta di trasmettere informazioni rilevanti per una tempestiva correzione di eventuali deviazioni rispetto agli obiettivi prestabiliti. Per poter conseguire una visione unitaria e

finalizzata alla gestione, all'interno del sistema del controllo si trova un'area specifica chiamata "controllo relazionale" la quale rappresenta l'insieme dei meccanismi volti a guidare le relazioni collaborative che si creano sia all'interno della compagine aziendale che all'esterno, nei confronti dei partner. Questa area è adibita al monitoraggio delle relazioni al fine di fornire un sistema di condivisione delle informazioni efficace, che permetta di coordinare le attività svolte da ognuno in un'ottica di cooperazione tra gli individui. Possiamo avere sia controlli formali, rappresentati dagli obblighi contrattuali, oppure informali, che fanno riferimento agli aspetti culturali e sociali aziendali. ErreDue prevede una comunicazione che parte dai vertici aziendali e si propaga in discesa verso le varie aree aziendali, ognuna con diversi obiettivi e con compiti diversi suddivisi tra i vari collaboratori. Le relazioni informali che si creano tra le gerarchie presenti mirano ad una responsabilizzazione dei collaboratori col fine di stimolarne il senso di autocontrollo e autoregolamentazione, seppur restando nei limiti che la propria funzione prevede. ErreDue incentiva pertanto la fiducia reciproca tra coloro adibiti al controllo e coloro che vengono controllati, per creare un ambiente lavorativo sereno e stimolante, garantito anche attraverso un sistema di premiazione del singolo a seguito dei risultati raggiunti.

Per quanto concerne il lato contabile, va evidenziato che la tenuta della contabilità è annuale. Questo circoscrive la registrazione e l'analisi delle transazioni finanziarie e contabili ad un solo momento nell'arco temporale di un anno fiscale.

3.3 Budgeting pre IPO

Un processo fondamentale per il sistema di controllo interno e verifica della marginalità d'impresa è rappresentato dalla pianificazione delle risorse necessarie alla gestione aziendale e quindi la previsione delle spese che dovranno essere sostenute in un determinato periodo. Tale processo viene realizzato grazie alla definizione di un budget.

Per budgeting, o pianificazione economico-finanziaria, si intende l'insieme delle operazioni volte alla pianificazione, monitoraggio e controllo delle risorse finanziarie ed economiche di un'impresa, al fine del raggiungimento degli obiettivi aziendali, declinati nell'arco temporale di un anno solare. Questa modalità permette di allineare gli obiettivi di breve termine con quelli di lungo termine, grazie ad una visione strategica d'impresa che mira al perseguimento di obiettivi coerenti con la missione aziendale. In particolare, nel budget vengono previste le entrate e le uscite per il periodo di riferimento, ovvero finanziamenti e investimenti, con il fine di porre le basi per una allocazione efficiente delle risorse. Il budget può essere redatto secondo un approccio "top-down" in cui i vertici aziendali stabiliscono l'ammontare di risorse che intendono destinare a ciascun reparto sulla base degli obiettivi prestabiliti, oppure "bottom-up" in cui ogni responsabile di reparto ha il compito di redigere il proprio budget che in seguito concorrerà alla creazione di un budget unico aziendale, congiuntamente ai budget degli altri reparti.

In ErreDue il processo di budgeting è strutturato secondo un approccio "top-down", per cui la direzione e il management aziendale definiscono gli obiettivi aziendali da raggiungere nell'anno corrente che successivamente verranno declinati nelle diverse aree operative aziendali, assegnando ad ognuna risorse specifiche per poter raggiungere tali obiettivi. La programmazione del budget, pertanto, prevede inizialmente la definizione dell'ammontare di fatturato che la direzione intende raggiungere nell'anno in questione. Stabilito questo, deve essere determinato il numero di vendite necessarie per raggiungere tale ammontare, ovvero vengono calcolate le previsioni di vendita per l'anno, che si ottengono moltiplicando il numero di impianti destinati alla vendita per il loro prezzo unitario di vendita. Tale prezzo può essere rivisto in virtù di un aumento dei prezzi delle materie prime. L'azienda si prefigge inoltre obiettivi di ricavo inerenti all'attività post-vendita (ad esempio, il lato *service*, compresa l'assistenza da remoto, e la ricambistica dei materiali) e altre componenti di reddito positivo. Si procede con l'individuazione delle commesse e/o dei clienti rientranti nel periodo di riferimento e si effettua una previsione sugli ordini da evadere in futuro, in modo tale da definire

l'ammontare di vendite necessarie per raggiungere quel determinato fatturato. Successivamente viene effettuata una analisi sulle capacità tecnico produttive d'impresa, ovvero si analizza la capacità d'impresa di far fronte all'obiettivo di vendita e quindi all'obiettivo di produzione annua, valutandone la raggiungibilità con le risorse a disposizione. Ci si domanda se si è in grado di produrre la quantità desiderata in termini di capacità di industrializzazione degli impianti, attraverso l'utilizzo di risorse quali materie prime, macchinari e manodopera. Nello specifico, per quanto riguarda la manodopera, ad esempio, vengono calcolate le ore *lavorabili* per dipendente in un anno, ovvero si valuta se con la forza lavoro a disposizione, calcolando i giorni lavorativi disponibili al netto di ferie e malattia, si è in grado di produrre la quantità di prodotto desiderata per raggiungere l'obiettivo di vendita. Qualora la manodopera non fosse sufficiente, in quel caso sarà necessario assumere nuovo personale. Nel caso in cui sia necessaria nuova forza lavoro, concorreranno a formare il costo del personale non soltanto i costi di assunzione ma anche e soprattutto i costi di formazione. Per quanto riguarda le materie prime è da notare l'importanza del processo di approvvigionamento, in quanto esercita un'influenza rilevante nella determinazione del prezzo finale. In ErreDue parte della componentistica viene prodotta internamente, ma il materiale acquistato da terzi concorre alla "budgettizzazione" del costo delle materie prime, con una ricaduta sul prezzo del prodotto finito.

3.4 Reporting pre IPO

Per quanto riguarda l'aspetto di monitoraggio e controllo dei risultati raggiunti, il budget viene suddiviso in mensilità e, mensilmente, viene effettuato un consolidamento dei dati a consuntivo per ogni singolo mese passato e viene calcolato il "progressivo", per poter analizzare gli eventuali scostamenti del conto economico rispetto al budget. Per progressivo ci si riferisce al valore "year to date" ovvero il valore cumulativo del budget dato dalla somma dei valori economico finanziari dei mesi trascorsi nell'anno di

riferimento. Tale valore fornisce una panoramica sulle performance di costi e di ricavi per l'anno corrente fino alla data specifica in cui ci si trova. Questo permette di dare contezza dell'andamento della gestione verso i soggetti interni all'impresa, trasmettendo informazioni utili alla direzione in merito a costi sostenuti, all'andamento delle vendite, ai costi del personale, in maniera tale da quantificare la lontananza della realtà dal budget redatto e quindi dagli obiettivi prestabiliti per poter, eventualmente, porre in essere una serie di azioni correttive.

PIANIFICAZIONE DELLA STRATEGIA

3.5 Elaborazione del piano strategico

ErreDue vanta più di 20 anni di storia e più di 35 anni di esperienza nel settore dell'idrogeno. Agli albori dell'anno 2022 l'azienda sente l'esigenza di ampliare la gamma di prodotti ad una tipologia di impianto di maggiori dimensioni rispetto a quelli venduti storicamente. A questo proposito comincia la progettazione degli impianti di idrogeno in grado di produrre fino a 1 Megawatt per la produzione di elettrolizzatori verdi, pensati principalmente per il "Power to Gas", l'industria automobilistica e la decarbonizzazione industriale. Tale progettazione sfocerà, un anno più tardi, nella necessaria acquisizione di un sito ad hoc destinato alla loro produzione, che prende il nome di "Gigafactory".

La crescita dell'azienda è evidente e progressiva, giacché, congiuntamente alla progettazione dei nuovi macchinari, l'attenzione dei vertici aziendali è rivolta ad un mercato fresco e ricco di potenzialità: il mercato della transizione energetica. In qualità di azienda che opera in un mercato di nicchia, la potenziale clientela viene principalmente a conoscenza di ErreDue in occasione delle fiere dell'idrogeno che si tengono annualmente, tra cui possiamo ricordare una delle principali che si tiene ad Hannover ogni primavera. ErreDue è conosciuta e riconosciuta per la qualità dei prodotti e dei servizi offerti, questo comporta un'ingente generazione spontanea di contatti che avviene grazie al passaparola, al lavoro degli agenti di commercio e dei segnalatori, i quali individuano potenziali clienti a cui l'azienda si rivolgerà offrendo i propri prodotti, viceversa diffondono il nome dell'azienda a coloro che necessitano di un particolare prodotto ma non sanno a chi rivolgersi. ErreDue era un'impresa poco conosciuta nell'ambito della transizione energetica per i suddetti motivi, che la circoscrivevano ad un mercato di nicchia in cui vengono offerti ai clienti prodotti customizzati e mirati a soddisfare le loro specifiche esigenze.

La clientela di ErreDue proviene principalmente da settori quali carpenteria metallica e taglio laser; tuttavia, a partire dal 2020 si riscontra una domanda di generatori di idrogeno per il mercato dell'energia. Svolgendo una analisi

sul posizionamento dell'azienda nel contesto in cui opera, vediamo che i prodotti di ErreDue si rivolgono a numerosi mercati a livello globale e che le applicazioni possibili dell'idrogeno in diversi campi come quello orafo, medicale e agroalimentare ricoprono un grande ruolo per la crescita futura dell'impresa e del mercato in generale. La conoscenza e consapevolezza del proprio posizionamento strategico ha permesso all'azienda di avere continuità d'esercizio e di spiccare nel proprio contesto competitivo. ErreDue si è sempre distinta per la qualità dei servizi e prodotti offerti, perseguendo quindi una strategia *product based*.

I più rilevanti concorrenti nel settore dell'idrogeno sul mercato italiano sono cinque. Tra questi, notiamo differenze con un importante concorrente che persegue una strategia di prezzo orientata non tanto alla qualità del prodotto ma alla competitività del prezzo offerto, che risulta essere inferiore di almeno la metà rispetto a quello proposto da ErreDue. Per quanto concerne il mercato estero, figurano soltanto due imprese dirette concorrenti. Una peculiarità che pare accomunare la concorrenza è la propensione verso la realizzazione dei "grandi impianti", ovvero i Megawatt, piuttosto che puntare sul prodotto tradizionale (elettrolizzatori fino a 225 KW di potenza, generatori di azoto e di ossigeno). Nel settore dell'azoto, invece, ErreDue si distingue puntando alla produzione di azoto ultra-puro attraverso una tecnologia che ne garantisce la purezza ad un prezzo concorrenziale, motivo per cui non ha praticamente rivali. Per quanto riguarda la produzione di azoto tradizionale, anche in questo caso, la concorrenza risulta orientata ad una politica di prezzo, offrendo un prodotto con caratteristiche qualitative inferiori ma compensate da un prezzo competitivo.

Una novità riguarda il settore di macchinari da laboratorio, cosiddetti PEM, nome che deriva dalla tecnologia con cui i gas vengono prodotti. La penetrazione nel mercato è recente e perseguita da circa sette anni, motivo che potrebbe rendere l'azienda poco esperta agli occhi del consumatore. Al fine di ovviare a questa visione, l'azienda mette a disposizione l'opzione del noleggio dei macchinari in modo da superare una eventuale diffidenza verso

un esordiente del settore. Nonostante questo, i prodotti sono stati riconosciuti come ottimi dalla clientela. Il solo concorrente con cui si interfaccia per i generatori da laboratorio è americano ed è l'unico. Dal lato dei generatori PEM tradizionali e quindi non da laboratorio esistono in Italia aziende quotate e ben capitalizzate che realizzano grandi impianti; ma ad oggi il mercato dei grandi elettrolizzatori non risulta ancora partito, questo comporta ingenti investimenti e perdite da parte delle aziende che si sono cimentate in tale impresa. ErreDue, come anticipato all'inizio del sottocapitolo, sta progettando la produzione di suddetti macchinari autarchicamente, aspettando il momento giusto per il lancio del prodotto con l'intento di consegnare al cliente un prototipo sicuro e affidabile.

Il reparto medicale, con offerta di concentratori di ossigeno medicale, è in fase di sviluppo e conta una concorrenza prevalentemente estera, ma l'azienda è propensa a creare un prodotto qualitativamente migliore di quello presente sul mercato e quindi sostiene di poter acquisire importanti quote di mercato in futuro.

Riassumendo, i maggiori vantaggi competitivi di ErreDue sono racchiusi nei seguenti punti: forte esperienza con particolare riferimento al settore dell'idrogeno; valorizzazione del reparto di Ricerca e Sviluppo che garantisce una elevata qualità e continua innovazione del prodotto; conseguimento di certificazioni a garanzia della qualità offerta che hanno consentito la collaborazione con grandi realtà aziendali; forte patrimonializzazione raggiunta negli anni che ha alimentato gli investimenti in R&S; presenza di un magazzino con pronta disponibilità di pezzi di ricambio; forte cultura aziendale rivolta al benessere e alla sicurezza del dipendente, promossa anche dal sistema di Welfare interno. Per quanto riguarda invece il lato finanziamenti, gli oneri bancari rappresentano una spesa irrisoria in virtù dei bassi tassi di interesse contrattati per finanziamenti a medio lungo termine. I comuni denominatori delle strategie dell'impresa sono riconducibili, pertanto, alla qualità del prodotto e alla cura della sicurezza dei prodotti offerti al consumatore finale.

L'anno determinante per il cambiamento del modello di gestione d'impresa fino a quel momento perseguito è stato il 2022: ErreDue è in costante crescita, già nel 2021 i ricavi risultano aumentati molto rispetto all'anno precedente, e quindi appetibile per molti potenziali acquirenti. Di fatto, riceve innumerevoli offerte di acquisto da parte di multinazionali e Società di Investimento Mobiliare. La decisione da prendere per determinare il futuro dell'impresa viene messa ai voti dei soci: si comprende che il potenziale di crescita del mercato dell'energia sostenibile risulta sempre più tangibile e l'intenzione di ottenere una visibilità sempre maggiore nel mercato dell'idrogeno internazionale ricopre un ruolo rilevante; inoltre, per assicurare anche una tutela maggiore delle minoranze di portatori di interesse, la migliore strada da percorrere risulta quella della quotazione in borsa. L'azienda risulta ambiziosa e determinata nel raggiungimento dei propri scopi, tra i quali spicca anche la ricerca di nuovi canali di reperimento delle risorse da destinare al proseguo della ricerca, sperimentazione e conseguente produzione di macchinari all'avanguardia, obiettivi che la strada della quotazione avrebbe potenzialmente agevolato.

Nel giugno del 2022 viene pertanto scelto come accompagnatore per la quotazione IMI Corporate & Investment Banking di Intesa Sanpaolo, e comincia il percorso che condurrà l'impresa verso il mercato dei capitali.

3.6 Formalizzazione della strategia: il Business Plan

A seguito della decisione di procedere verso la quotazione, tale volontà viene espressa attraverso la stesura di un Business Plan, allo scopo di presentarlo anche ai potenziali investitori. Il Business Plan rappresenta un documento di formalizzazione della strategia ed è formato da tre sezioni: il Cash Flow, il Conto Economico e lo Stato Patrimoniale. È un documento meno dettagliato del Budget, ad esempio i costi di produzione vengono aggregati per offrire una prospettiva economico-finanziaria del piano strategico più ampia, inoltre copre un arco temporale di circa cinque anni. Il Business Plan permette

l'identificazione dei risultati economico finanziari conseguibili in futuro da parte dell'azienda, i cui dati vengono ricavati grazie ad una analisi approfondita sui rischi e le opportunità di mercato, tenendo in considerazione e valutando le risorse necessarie per conseguire tali risultati. Questa finalità non si esaurisce con la mera previsione dei flussi economico e finanziari futuri, ma pone le basi per dimostrare ai vari portatori di interessi, principalmente esterni all'impresa, che l'azienda vale ed è capace di generare valore, ovvero che è in grado di perseguire un vantaggio competitivo di qualità e destinato a durare nel tempo¹². Il Business Plan ci indica, pertanto, se una strategia è *sostenibile*, vale a dire, se la realizzazione della strategia genererà utili in grado di coprire i costi sostenuti, per quanto concerne l'aspetto economico, e rimborsare i debiti contratti, dal punto di vista finanziario.

Un aspetto rilevante della pianificazione riguarda la verifica del piano strategico. Quest'ultimo deve risultare coerente nei vari aspetti trattati, ovvero gli obiettivi prefissati devono poter essere raggiungibili attraverso le risorse materiali, immateriali, umane e finanziarie che l'impresa ha a disposizione. È necessario accertarsi che le infrastrutture risultino adeguate alla prospettiva di crescita. In caso contrario, si dovrà determinare l'ammontare di risorse di cui approvvigionarsi o eventualmente quali modifiche dovranno essere realizzate per adeguare la situazione attuale alle intenzioni strategiche dei vertici aziendali.

Per il periodo 2021-2023 ErreDue presenta un Business Plan da cui si ha evidenza, guardando al Conto Economico, di una previsione di aumento dei ricavi notevole, previsti per un valore quasi duplicato rispetto ai dati storici. Questo fattore è dovuto ad un aumento delle vendite e quindi del fatturato previsti per il 2023. A fronte di tale aumento dei volumi di vendita, si rende necessario un adeguamento della struttura materiale della società per far fronte ai maggiorati volumi di produzione. Questa tendenza è evidenziata dall'aumento del valore delle Immobilizzazioni Materiali dovuto alla

¹² Bianchi Martini S., Corvino A., Rocchiccioli E., *Governare strategicamente l'azienda*, Giappichelli, 2019

previsione di acquisto di un ulteriore capannone, in quanto la capacità produttiva dell'impresa risulta essere inferiore all'ammontare delle vendite previste e necessita di spazi consoni per fronteggiarle. Per ultimo vediamo il Cash Flow, il prospetto che ci indica quali sono le aspettative che l'azienda si dà in termini di crescita con le proprie disponibilità finanziarie, ovvero Cassa, Debiti e Crediti finanziari.

Dal piano industriale si evince ciò che l'azienda prevede di realizzare in futuro, dando evidenza delle aree in cui intende crescere e nelle quali concentrare le risorse. Il piano permette agli investitori di comprendere lo storico d'impresa, quindi la sua provenienza, e la strada che la stessa ha intenzione di intraprendere. Dalla trasmissione di questi dati, un potenziale investitore è in grado di valutare l'impresa dapprima analizzando fattori macroeconomici, quali, ad esempio, tassi di interesse e previsioni di crescita dell'economia, per poi compararla con le imprese che operano sul mercato di riferimento.

ESECUZIONE DELLA STRATEGIA

CAPITOLO 4

Il processo di quotazione

4.1 Delibera del CdA e scelta dell'Advisor

Il processo di ammissione alle negoziazioni sul mercato borsistico prevede quale primo passo la delibera da parte del CdA della società in questione. Di fondamentale importanza è la condivisione da parte del management di procedere verso la quotazione. Il Consiglio di Amministrazione di ErreDue al momento della quotazione era formato da Enrico D'Angelo, in veste di Presidente, mentre Francesca Barontini ed Emiliano Giacomelli nel ruolo di Amministratori Delegati.

A seguito della delibera positiva riguardo il processo di quotazione, si procede con la scelta della borsa valori su cui quotarsi. Nel nostro caso, facciamo riferimento a Euronext Growth Milan (di seguito "EGM") organizzato e gestito da Borsa Italiana, un mercato di negoziazione di strumenti finanziari appositamente pensato per le imprese di dimensioni medio piccole.

Si procede con la nomina del consulente finanziario che guiderà la società attraverso il processo di quotazione. ErreDue sceglie come consulente IMI Corporate & Investment Banking, una divisione di Intesa Sanpaolo posta al servizio di clienti nazionali e internazionali per fornire supporto e consulenze mirate sulla gestione dei rischi operativi e di mercato¹³. IMI accetta l'incarico attraverso la sottoscrizione di una Lettera di mandato, in cui viene stipulato che la società conferisce in via esclusiva a Intesa Sanpaolo l'incarico di assisterli nella preparazione e coordinamento della quotazione (altrettanto chiamata "Operazione" o "Offerta"), svolgendo il ruolo di "Global Coordinator" (un istituto di credito o un altro intermediario cui la società affida l'incarico

¹³ [Imi.intesasanpaolo.com](http://imi.intesasanpaolo.com)

di costituire il Consorzio che dovrà realizzare il collocamento dei titoli presso il pubblico¹⁴) e, subordinatamente al perfezionamento dell'Operazione, di Operatore Specialista ai sensi del Regolamento Emittenti EGM. Tale Lettera di mandato prevede altresì che, nell'espletamento del proprio compito, IMI sia affiancato da Corporate Family Office SIM S.p.a. (di seguito CFO SIM) nell'incarico di assistere l'Emittente, ovvero la società, nell'effettuazione dell'Offerta, svolgendo congiuntamente anche il ruolo di "Joint Bookrunners" che analizzeremo più avanti.

CFO SIM è una società di capitali iscritta nell'apposito registro tenuto da Borsa Italiana e soddisfa i requisiti per svolgere l'incarico di "Euronext Growth Advisor" (di seguito "EGA") di ErreDue ai sensi dell'articolo 1 del Regolamento Emittenti EGM, agendo per conto dell'Emittente rispetto alla sua ammissione alle negoziazioni sul mercato borsistico scelto. Al momento dell'ammissione e successivamente, l'Advisor e i suoi principali esponenti aziendali devono essere indipendenti rispetto all'Emittente per il quale è presentata Domanda di ammissione e/o è svolta l'attività di assistenza e supporto. Inoltre, deve seguire procedure adeguate al fine di adempiere agli obblighi previsti dal Regolamento EGA, assicurando che il proprio sistema di *compliance* sia conforme ai requisiti stabiliti nel Regolamento, per quanto applicabili¹⁵. Il ruolo dell'Advisor consiste nella verifica circa la sussistenza dei presupposti e dell'appropriatezza della società e dei suoi strumenti finanziari per il mercato di riferimento. In particolare, dovrà avere conoscenza dell'area di business dell'Emittente per poter incaricare personale specializzato o consulenti esterni; valutare la struttura finanziaria, compreso il business plan, partendo dai dati storici; valutare la conformità dello statuto rispetto al Regolamento Emittenti; considerare fattori relativi al paese di costituzione o di operatività che possano influire sulla circolazione degli strumenti finanziari e sui diritti connessi a tali strumenti¹⁶. L'attività di

¹⁴ Borsa Italiana, AIFI, PWC, *Guida alla quotazione*, 2001

¹⁵ Borsa Italiana, *Regolamento Euronext Growth Advisor*, 2021

¹⁶ Borsa Italiana, *Regolamento Euronext Growth Advisor*, 2021

preparazione della documentazione è una fase molto delicata i cui esiti permetteranno di fare Domanda di ammissione a Euronext Growth Milan e, per questo motivo, richiede l'affiancamento alla società di un Advisor finanziario.

Da annoverare tra i partecipanti all'Operazione troviamo anche Gitti and Partners in qualità di Consulente Legale dell'Emittente, Chiomenti in qualità di Consulente Legale delle banche, KPMG quale società di revisione, Epyon in qualità di Consulente per l'emissione della "comfort letter"¹⁷ sui dati extracontabili e B1 quale Roadshow Coordinator. Infine, in quanto la qualità della comunicazione agli investitori ricopre un ruolo fondamentale per il successo della quotazione, ErreDue decide di incaricare CDR Communication come Advisor per ciò che concerne l'attività di Investor & Media Relation, in quanto società specializzata nella gestione dei rapporti con la comunità finanziaria.

La preparazione alla quotazione deve incentrarsi sulla definizione delle strategie e del posizionamento competitivo dell'impresa, predisponendo un piano industriale a supporto di tali previsioni, il tutto racchiuso in un sistema di governance sano composto da soggetti professionali e con esperienza che siano in grado di garantire la realizzazione dei piani strategici.

4.1.1 La funzione del revisore KPMG

ErreDue sceglie quale revisore legale dei propri bilanci d'esercizio la società KPMG, leader globale di servizi professionali rivolti alle imprese per l'Audit, il controllo, e l'Advisory, la consulenza.

L'incarico viene assegnato attraverso una Lettera di incarico in cui ne vengono descritte le caratteristiche e le condizioni. L'oggetto dell'incarico comporta il sostegno all'EGA e al Global Coordinator nello svolgimento della

¹⁷ Con "comfort letter" si fa riferimento ad un report contenente l'esito in merito alla congruità e alla conformità alle norme di settore da parte della società (www.logical.it)

Due Diligence sulla ErreDue e prevede il supporto all'EGA nel valutare l'appropriatezza dell'Emittente a seguito delle necessarie verifiche sul capitale circolante a disposizione dell'Emittente stesso. In particolare, nello svolgimento della Due Diligence finanziaria deve presentare i bilanci chiusi al 31 dicembre 2019, 2020, 2021 e 2022 e commentare i principali fenomeni che hanno inciso sull'andamento della gestione. Infine, KPMG si impegna ad assistere l'Advisor nella preparazione della Dichiarazione da presentare presso Borsa Italiana che attesti l'appropriatezza dell'Emittente per la sua ammissione all'Euronext Growth Milan.

4.2 Due Diligence

La valutazione circa l'appropriatezza dell'Emittente è subordinata all'esito positivo dei risultati della Due Diligence legale, finanziaria, di business e fiscale relativamente alla società. Con l'espressione "Due Diligence" si fa riferimento ad un processo investigativo sovrinteso dall'Advisor mirato a valutare l'azienda per identificarne le potenzialità ed eventuali difformità.

La Due Diligence legale prevede la raccolta di documenti e informazioni di carattere legale. Per prima cosa, CFO SIM chiede alla ErreDue che gli vengano forniti i contratti *rilevanti*, dove per rilevante si intende un contratto che abbia ad oggetto beni di valore o che determinino ricavi superiori al 2% del totale dei ricavi netti, nel nostro caso, al 31 dicembre 2021. I contratti utili devono essere considerati: strategici per la conduzione dell'attività futura di ErreDue, conclusi con Parti Correlate, di disciplina dei patti parasociali oppure concernenti obblighi e oneri particolari. Segue la verifica dei contenziosi intentati da Autorità ovvero da associazioni di consumatori, che abbiano ad oggetto la declaratoria di fallimento o l'ammissione a procedure concorsuali oppure i contenziosi ritenuti da management tali da influenzare in maniera rilevante la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società.

La Due Diligence finanziaria include ogni aspetto relativo alla struttura finanziaria dell'impresa, con particolare attenzione alla posizione finanziaria netta, al capitale circolante e all'esistenza di clausole sui finanziamenti, cosiddette *covenants*; mentre la Due Diligence di business può essere condotta direttamente dall'EGA e prevede un'analisi del mercato, del posizionamento competitivo e del modello di business della società. Infine, la Due Diligence fiscale prevede una verifica della conformità alle normative fiscali, nonché esenzioni o agevolazioni d'imposta di cui l'Emittente abbia goduto nell'ultimo triennio¹⁸.

La valutazione circa la sussistenza dei presupposti e dell'appropriatezza della società all'Ammissione è subordinata all'esito positivo dei risultati della Due Diligence condotta dall'EGA e alla predisposizione della documentazione richiesta. In particolare, si fa riferimento al Documento di Ammissione, il quale deve soddisfare requisiti in termini di contenuti e forma, ed essere conforme alle condizioni riportate nella Scheda Due del Regolamento EGA. Il parere espresso sulla società è anche il frutto di attestazioni e pareri positivi da parte dei consulenti dell'Advisor in materia fiscale, finanziaria e legale, nonché dell'attività di verifica del Documento di Ammissione. La società verrà valutata come appropriata al non verificarsi di sostanziali peggioramenti nella situazione finanziaria, economica, patrimoniale e manageriale della stessa.

4.3 Redazione del Documento di Ammissione

La raccolta della documentazione e le relative indagini svolte da parte di CFO SIM su ErreDue culminano nella redazione del Documento di Ammissione, stilato dall'Emittente congiuntamente all'Advisor che ne verifica la conformità al Regolamento EGA.

¹⁸ Borsa Italiana, *Regolamento Euronext Growth Advisor*, 2021

Figura 4.1 – Prospetto Documento di Ammissione ErreDue S.p.a.



Il Documento di Ammissione riporta tutte le informazioni relative all'attività svolta dall'impresa descrivendone il modello di business e la strategia perseguita, ovvero una panoramica sulle principali attività di ErreDue, i

principali mercati di riferimento e il posizionamento strategico; la composizione degli organi di amministrazione, direzione e vigilanza; informazioni sul numero dei dipendenti e sugli azionisti; le informazioni di varia natura emerse in fase di Due Diligence ovvero le informazioni finanziarie selezionate da ErreDue per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2019, 2020 e 2021; il contesto normativo dell'ambiente in cui opera, ovvero la normativa in materia di sviluppo, produzione e commercializzazione dei prodotti e proprietà intellettuale. Nel Documento vengono soprattutto evidenziati i fattori di rischio relativi all'attività e al settore in cui opera l'Emittente, con particolare attenzione al quadro normativo di riferimento, ai rischi connessi al rispetto delle normative ambientali e di sicurezza sui luoghi di lavoro, alla qualità e conformità dei prodotti e al sistema di controllo di gestione adottato¹⁹.

Il Documento di Ammissione è stato introdotto per le aziende che intendessero quotarsi sul sistema multilaterale di negoziazione Aim Italia dedicato alle piccole e medie imprese, dal 2021 diventato Euronext Growth Milan, a differenza di quanto previsto per le altre imprese che devono redigere un Prospetto Informativo come previsto per il mercato regolamentato di Borsa Italiana. In entrambi i prospetti l'azienda deve comunicare con trasparenza le informazioni inerenti alla gestione e attività svolta, come sopra descritto, ma la differenza sostanziale tra i due è data dall'esercizio di vigilanza da parte della Consob. La pubblicazione del Prospetto Informativo, di fatto, deve essere autorizzata dalla Consob; trattamento non previsto per il Documento di Ammissione che viene direttamente pubblicato sul sito internet di Borsa Italiana e dell'Emittente. È possibile notare, infatti, tra le primissime pagine di quest'ultimo la dicitura: "Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto di questo documento. [...] La pubblicazione del

¹⁹ ErreDue, CFO SIM, *Documento di ammissione alle negoziazioni su Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.P.A., delle azioni di ErreDue S.P.A.*, 2022

presente documento non deve essere autorizzata dalla Consob ai sensi del Regolamento Comunitario (UE) 2017/1129”²⁰.

I soggetti responsabili della completezza e veridicità dei dati e delle notizie contenuti nel Documento sono ErreDue S.p.A. ed ET Holding S.r.l., in veste di Azionista Venditore, limitatamente ad alcune informazioni in esso contenute. ET Holding è una società veicolo creata appositamente per collocare una percentuale delle quote dei soci originari di ErreDue sul mercato borsistico. È stata necessaria la sua creazione perché la vendita sul mercato può essere eseguita solo da operatori qualificati.

Il Documento di Ammissione contiene al suo interno nozioni su tutti i punti salienti per gli eventuali investitori e costituisce un primo documento che permetterà di prendere una decisione informata riguardo l’eventuale investimento. Lo si può definire come un documento legale che esplica ciò che l’investitore riceverà dalla società per il suo investimento. La sua preparazione deve sottostare a requisiti specifici della autorità di regolamentazione e degli scambi in cui la società intende essere quotata, ovvero Euronext Growth Milan. L’Advisor, una volta terminato il percorso di indagine sulla società, dopo essersi formato un’adeguata conoscenza e comprensione della situazione dell’Emittente secondo buona fede, qualora ne sussistano i presupposti si impegna a rendere a Borsa Italiana la Dichiarazione di cui alla Scheda Due del Regolamento EGA. Nello specifico, per quanto richiesto nella Sezione A, il EGA dichiara che “i) tutti i requisiti previsti dal Regolamento Emittenti e dal Regolamento Euronext Growth Advisor sono stati rispettati e ii) il Documento di Ammissione, per quanto è venuto a conoscenza del Euronext Growth Advisor nel corso delle verifiche effettuate direttamente e/o indirettamente, è conforme e completo rispetto alla Scheda Due del Regolamento Emittenti”²¹. In aggiunta, secondo quanto richiesto dalla Sezione B, l’EGA deve dichiarare che “i) gli Amministratori

²⁰ D’Angerio V., *Aim, vita semplificata per le imprese (ma fino a un certo punto)*, Il Sole 24 Ore, 2019

²¹ Borsa Italiana, *Regolamento Euronext Growth Advisor, Scheda Due – Sezione A*, 2021

dell'Emittente sono stati informati (dal Euronext Growth Advisor e da altri appropriati consulenti professionali) riguardo agli obblighi ed alle responsabilità gravanti sull'emittente derivanti dal Regolamento Emittenti al fine di facilitarne il necessario rispetto da parte dell'emittente su base continuativa; e ii) si impegna ad adempiere alle disposizioni del Regolamento Emittenti e del Regolamento Euronext Growth Advisor per quanto concerne il ruolo di assistenza e supporto in qualità di Euronext Growth Advisor nei confronti dell'Emittente”²².

La ErreDue si assumerà, per quanto di propria competenza, la piena responsabilità con riferimento alla veridicità, completezza e accuratezza delle informazioni contenute nel Documento di Ammissione. L'effettivo avvio e l'esecuzione dell'offerta al pubblico degli strumenti finanziari restano condizionati, peraltro, alla finalizzazione, in una forma e contenuto ritenuto soddisfacente da Intesa Sanpaolo e CFO SIM, della documentazione relativa all'offerta e alla quotazione, incluso il Documento di Ammissione.

4.4 L'attività di Pre-Marketing

L'attività di pre-marketing consente di verificare l'interesse manifestato dai principali investitori istituzionali nei confronti dell'Operazione²³ e, se ritenuto necessario, consente di apportare alcune modifiche alle caratteristiche dell'Offerta Pubblica Iniziale (IPO).

La fase di pre-marketing prevede inizialmente una analisi dettagliata del mercato volta a valutare la domanda potenziale delle azioni dell'impresa quotanda. Intesa Sanpaolo IMI, in qualità nel nostro caso di *Global Coordinator*, si occupa in questa fase di presentare l'azienda ai vari investitori istituzionali, brokers e banche, e raccogliere le loro “dichiarazioni d'interesse” allo scopo di determinare un possibile intervallo di prezzo preliminare per

²² Borsa Italiana, *Regolamento Euronext Growth Advisor, Scheda Due – Sezione B*, 2021

²³ Borsa Italiana, A.I.F.I., PWC, *Guida alla quotazione*, 2001

l'IPO. In questa fase, per i potenziali investitori è possibile esprimere eventuali dubbi o perplessità sulle caratteristiche della società, ma anche familiarizzare con la stessa.

4.4.1 Roadshow

La conoscenza della società in maniera quanto più trasparente possibile incentiva l'interesse che gli investitori istituzionali mostrano nei suoi confronti. Attraverso l'attività cosiddetta "Roadshow" l'Emittente intende guadagnare un interesse maggiore da parte dei potenziali investitori, impegnandosi a partecipare ad una serie di incontri nei maggiori centri finanziari internazionali durante i quali presenta la propria storia, le proprie potenzialità in termini di prospettive future e i dettagli dell'Offerta. I tempi per l'esposizione sono ristretti, di circa 40 minuti. Il fine ultimo è quello di creare una condizione in cui gli investitori siano influenzati positivamente rispetto alle capacità dell'Emittente, questo comporterebbe inevitabilmente una ricaduta positiva sul prezzo dell'Offerta Pubblica Iniziale e quindi sulla raccolta di capitale.

La presentazione creata da ErreDue per il Roadshow avvenuto in dicembre 2022 si apre con una descrizione dei "Key Terms" dell'Offerta (Figura 4.2). Successivamente viene presentata la storia dell'azienda dalla sua fondazione, un breve excursus storico che presenta l'attività in essere e i punti di forza del business. A questo proposito, al termine dell'introduzione all'attività svolta, si apre la finestra sulle potenzialità di crescita future, in merito per esempio agli elettrolizzatori che, se combinati con fonti di energia rinnovabile, consentono nuove applicazioni per la transizione energetica, oppure il posizionamento di ErreDue quale veicolo tra l'energia verde e le sue varie applicazioni nei settori chimico, dei trasporti, agricolo, petrolchimico (Figura 4.3).

Figura 4.2 – Key Terms dell’Offerta

«Key Terms » dell’Offerta

EMITTENTE	<input type="checkbox"/> ERREDUE S.P.A.
AZIONISTA VENDITORE	<input type="checkbox"/> ET HOLDING S.R.L.
MERCATO / SEGMENTO DI QUOTAZIONE	<input type="checkbox"/> EURONEXT GROWTH MILAN – BORSA ITALIANA
RANGE DI PREZZO	<input type="checkbox"/> €12.0 – €14.0 PER AZIONE
DIMENSIONE OFFERTA	<input type="checkbox"/> €20.4M – €23.8M OFFERTA BASE <input type="checkbox"/> €22.5M - € 26.3M POST-GREENSHOE
% FLOTTANTE	<input type="checkbox"/> 27.2% (PRE-GREENSHOE) <input type="checkbox"/> 30.0% (POST-GREENSHOE)
GREENSHOE	<input type="checkbox"/> FINO A 10.3% DELL’OFFERTA BASE
PRIMARIO / SECONDARIO	<input type="checkbox"/> 73.5%/26.5% (SU OFFERTA BASE)
DISTRIBUZIONE	<input type="checkbox"/> INVESTITORI ISTITUZIONALI AL DI FUORI DEGLI STATI UNITI AI SENSI DI REG S <input type="checkbox"/> INVESTITORI QUALIFICATI IN SEE, IN ITALIA E NEL REGNO UNITO
LOCK-UP	<input type="checkbox"/> SOCIETÀ: 24 MESI <input type="checkbox"/> AZIONISTI ATTUALI: 24 MESI



Figura 4.3 – La crescita del business

Nei mercati “tradizionali” dell’idrogeno, la generazione *on-site* ha ancora molto spazio per crescere

PROPOSTA DI VALORE WIN-WIN

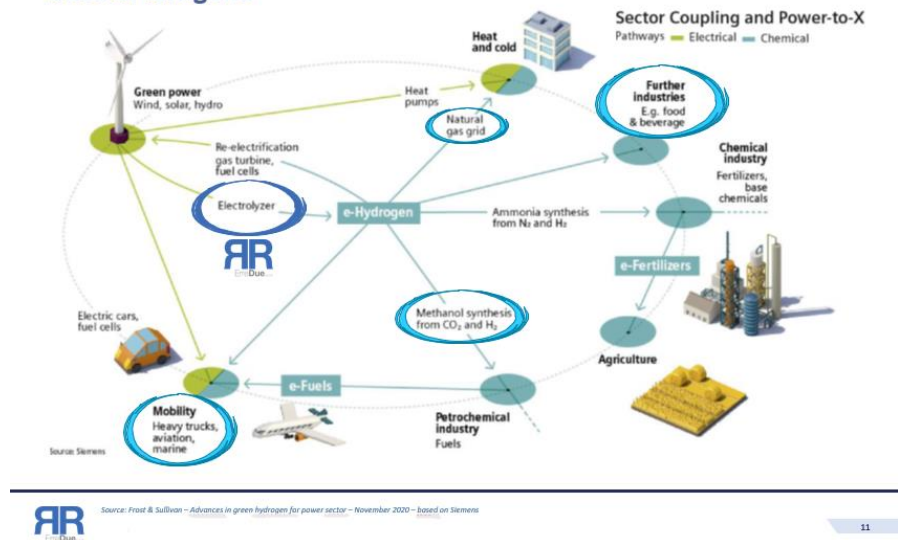
FORMULA DI VENDITA
(AMMORTAMENTO + COSTO DELL'ELETTRICITÀ)
< COSTO DELLE BOMBOLE DI GAS

FORMULA DI NOLEGGIO
(AFFITTO + COSTO DELL'ELETTRICITÀ)
< COSTO DELLE BOMBOLE DI GAS

- 1 **SICUREZZA SUL POSTO DI LAVORO**, non servono contenitori ad alta pressione o gas liquidi
- 2 **RISPARMIO SUI COSTI**, immediato con la formula del noleggio
- 3 **INDIPENDENZA** dai gasisti
- 4 **NESSUN TRASPORTO DI BOMBOLE** e relativi costi ed emissioni di CO2
- 5 **QUALITÀ COSTANTE DEL GAS**, non ci sono contaminazioni o differenze di fornitura
- 6 **ZERO DOWNTIME** per cambiare le bombole di gas
- 7 **ZERO SPRECO DI GAS** dovuto a bassa pressione residua nelle bombole



Praterie di crescita in grandi elettrolizzatori per la transizione a base di idrogeno



La presentazione termina con l'esposizione della strategia futura. ErreDue sostiene che gli impianti di idrogeno verde da 1 MW a 5 MW saranno un fattore chiave per la crescita a partire dal 2023, previsione formulata facendo leva sul know-how esistente e su un track record²⁴ di affidabilità. Il primo dei pilastri della crescita futura di ErreDue risulta essere l'attività di marketing, volta a penetrare i tradizionali mercati, per poi passare all'espansione internazionale con l'apertura di filiali commerciali all'estero, l'entrata in nuovi mercati quale il mercato dell'ossigeno medicale italiano, per giungere infine ai grandi elettrolizzatori da 1 a 5 MW utilizzati nella transizione energetica dell'idrogeno verde.

Il Roadshow rappresenta un primo approccio con il mercato e un importante passo verso gli investitori il cui successo dipende grandemente dalla correttezza e trasparenza che l'Emittente pratica nell'esporre sé stesso.

²⁴ Rappresentano la curva dei risultati ottenuti in passato da una società e consentono di valutare la professionalità del management (Rossi E., *Perché il Track Record è un parametro fondamentale nella valutazione aziendale da parte dei finanziatori?*, 2016)

4.4.2 Bookbuilding

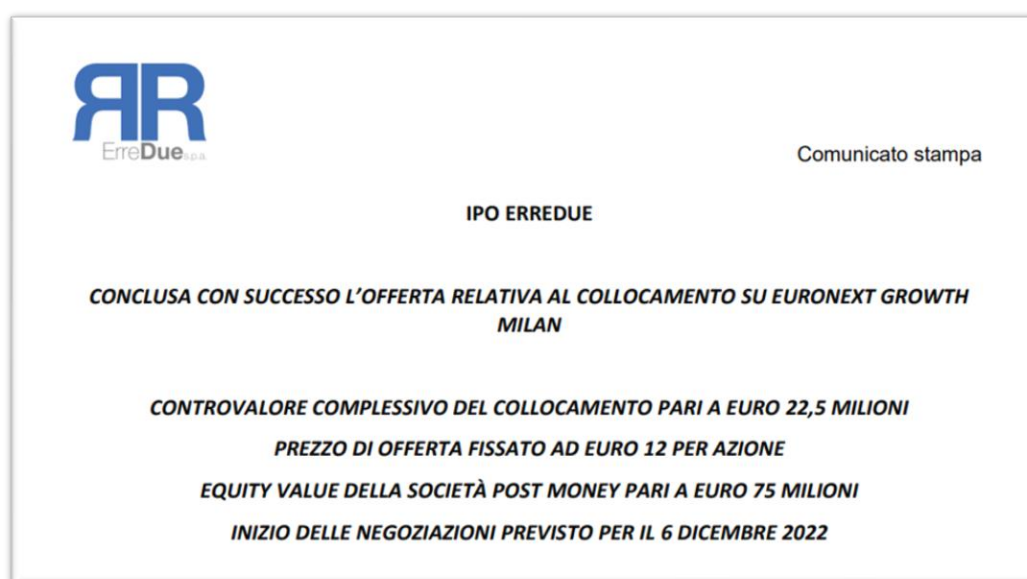
A seguito del Roadshow si procede con la fase detta “Bookbuilding” attraverso la quale vengono determinati il prezzo e la quantità di offerta del collocamento. Come anticipato precedentemente, i responsabili del Bookbuilding per ErreDue sono congiuntamente Intesa Sanpaolo IMI e CFO SIM in qualità di Joint Bookrunners. Nella loro sfera di responsabilità ricade il coordinamento e gestione dell’emissione degli strumenti per conto di ErreDue, inclusa la determinazione del prezzo di emissione.

L’attività di determinazione del prezzo di emissione dei titoli si realizza solitamente in due fasi. Nella prima l’Assemblea delibera l’aumento di capitale e fissa un intervallo preliminare di prezzo sufficientemente ampio da contenere eventuali oscillazioni dovute al mutare delle condizioni di mercato. Questo intervallo preliminare di valori verrà confermato o modificato a seguito delle attività di Due Diligence e di Roadshow. Durante il Roadshow gli investitori esprimono le proprie intenzioni circa l’acquisto dei titoli offerti, indicando il prezzo al quale sono disposti ad acquistarli. Le varie manifestazioni di interesse vengono raccolte dai Bookrunner e sono utilizzate per valutare la domanda attorno gli strumenti emessi dalla ErreDue. Sulla base della valutazione di mercato, il Bookrunner stabilisce il prezzo di emissione dei titoli: nel caso di offerta pubblica a prezzo aperto viene individuato un prezzo massimo; nel caso di offerta pubblica a prezzo fisso, viene determinato il prezzo ottimale per il lancio dell’Offerta Pubblica di Vendita “OPV” o di Pubblica Sottoscrizione “OPS”. ErreDue utilizza una forma mista tra le due (OPVS), ovvero procede con la vendita sia di azioni in possesso dei precedenti soci (OPV) sia collocando titoli di nuova emissione (OPS).

Il Bookbuilding consente di determinare il prezzo più elevato al quale i titoli possono essere collocati sul mercato. Il prezzo di emissione per le azioni di ErreDue viene fissato a 12 euro per azione.

4.5 Ammissione

L'Emittente, almeno dieci giorni di mercato aperto prima della data di ammissione prevista, deve fornire a Borsa Italiana informazioni sulla società quali denominazione sociale, Paese di appartenenza, sede legale e operativa e attività svolta. Predisposti i documenti necessari, ErreDue presenta la Domanda di Ammissione alla quotazione accompagnata dalla relativa documentazione richiesta dal Regolamento Emittenti. Nello specifico, il 29 novembre 2022 ErreDue deposita presso Borsa Italiana il Documento di Ammissione al quale deve essere allegato, laddove esistente, l'ultimo bilancio o rendiconto annuale sottoposto a revisione legale²⁵. Al termine della fase istruttoria, Borsa Italiana delibera e comunica all'Emittente l'ammissione o il rigetto della domanda, comunicando contestualmente la delibera alla Consob e rendendola pubblica mediante proprio avviso.



L'ammissione alle negoziazioni è avvenuta a seguito del collocamento di 1.875.000 azioni di cui 1.250.000 azioni di nuova emissione rivenienti da un

²⁵ Borsa Italiana, *Regolamento Emittenti*, 2023

aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione e 625.000 azioni poste in vendita da ET Holding, inclusive delle 175.000 azioni oggetto dell'opzione di Over Allotment al servizio dell'opzione "Greenshoe"²⁶. ErreDue debuta pertanto in borsa il 06 dicembre 2022, con una capitalizzazione alla data di avvio delle negoziazioni, calcolata sulla base al prezzo di offerta, pari a 75 milioni, comprensivi dell'aumento di capitale di 15 milioni.



Si chiude così la fase di Offerta Pubblica Iniziale, decretando il passaggio della società da privata a pubblica con l'inizio alle negoziazioni ufficiali sulla base delle quali si formerà il prezzo di mercato del titolo. In questa fase, i titoli vengono assegnati agli investitori in base alle loro manifestazioni di interesse. Il valore del primo giorno di quotazione rappresenta un importante indicatore sul buon esito dell'Operazione, ma è possibile che venga seguito da un periodo di stabilizzazione del prezzo, solitamente di 30 giorni, durante il quale l'andamento del titolo viene stabilizzato grazie agli interventi del consorzio di

²⁶ Opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'Emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori. (Borsa Italiana)

collocamento²⁷ anche attraverso l'utilizzo dell'opzione "Greenshoe", se prevista nell'Offerta.

Il Presidente D'Angelo dichiara: "Siamo arrivati a questo importante momento grazie al nostro impegno, la dedizione, la spinta verso l'innovazione e la voglia di crescere. La quotazione su Euronext Growth Milan è il compimento di un percorso iniziato 37 anni fa, ma non è un traguardo, bensì un inizio. Un grande risultato che vorrei condividere con tutti e 22 i soci lavoratori che sono da sempre protagonisti di questa crescita costante. Come dicevo, un grande risultato ma anche un inizio; da oggi, infatti, i capitali raccolti permetteranno ad ErreDue di confermarsi come una delle protagoniste della transizione ecologica ed energetica, fondamentale per il futuro del paese e del pianeta. Ma anche di investire ulteriormente nel settore della ricerca e sviluppo, il nostro fiore all'occhiello che ci ha permesso in tutti questi anni di essere sempre all'avanguardia nel proporre soluzioni innovative, performanti e sostenibili nel campo dell'on site gas generator."

²⁷ Rappresentato da Intesa Sanpaolo IMI.

CONTROLLO DI GESTIONE

CAPITOLO 5

Doveri di una società quotata

A quotazione avvenuta, la società si trova di fronte a nuovi obblighi in materia di corporate governance, trasparenza e informativa ai quali deve adempiere per dar contezza al mercato del proprio operato. La quotazione comporta una forte responsabilità nei confronti di investitori e mercato in termini anche di condivisione delle scelte strategiche generatrici di valore, le quali permettono di creare un dialogo con gli stakeholder che deve essere costantemente alimentato attraverso un'informativa trasparente, sinonimo di garanzia per i portatori di interesse, con conseguenti benefici per la società stessa²⁸. I principali adempimenti riguardano²⁹:

- Comunicazione dei fatti rilevanti e operazioni straordinarie;
- Pubblicazione del bilancio d'esercizio, della relazione semestrale e della relazione trimestrale;
- Informazione sull'esercizio dei diritti connessi agli strumenti quotati;
- Comunicazioni riguardanti la variazione della composizione degli organi sociali;
- Comunicazioni riguardanti assetti proprietari e partecipazioni.

²⁸ Borsa Italiana, *Borsa Italiana per le PMI*, 2023

²⁹ Borsa Italiana, *Quotarsi in Borsa*, 2000

5.1 Struttura organizzativa d'impresa ai fini del controllo di gestione a seguito della quotazione

5.1.1 Ridefinizione del modello di governo societario

In capo all'Emittente stanno obblighi di osservanza delle regole di governo societario confacenti agli obiettivi di efficienza gestionale e tutela degli investitori. Particolare attenzione deve essere posta ai requisiti di Corporate Governance per quanto riguarda la composizione del Consiglio di Amministrazione che deve risultare dotato di una articolazione equilibrata e competente. In ErreDue, ai fini della quotazione, è stato necessario nominare in aggiunta ai tre componenti principali un terzo soggetto che ricoprisse il ruolo di Amministratore Indipendente, scelto per non aver intrattenuto, sia nel passato che nel presente, rapporti con l'impresa tali da condizionarne l'autonomia di giudizio. Inoltre, è possibile trovare un ulteriore Amministratore, già membro del CdA della azienda "anchor investor" di ErreDue, esperto del mondo finanziario e in grado di orientare e guidare la società sulle migliori modalità di rivolgersi al mercato.

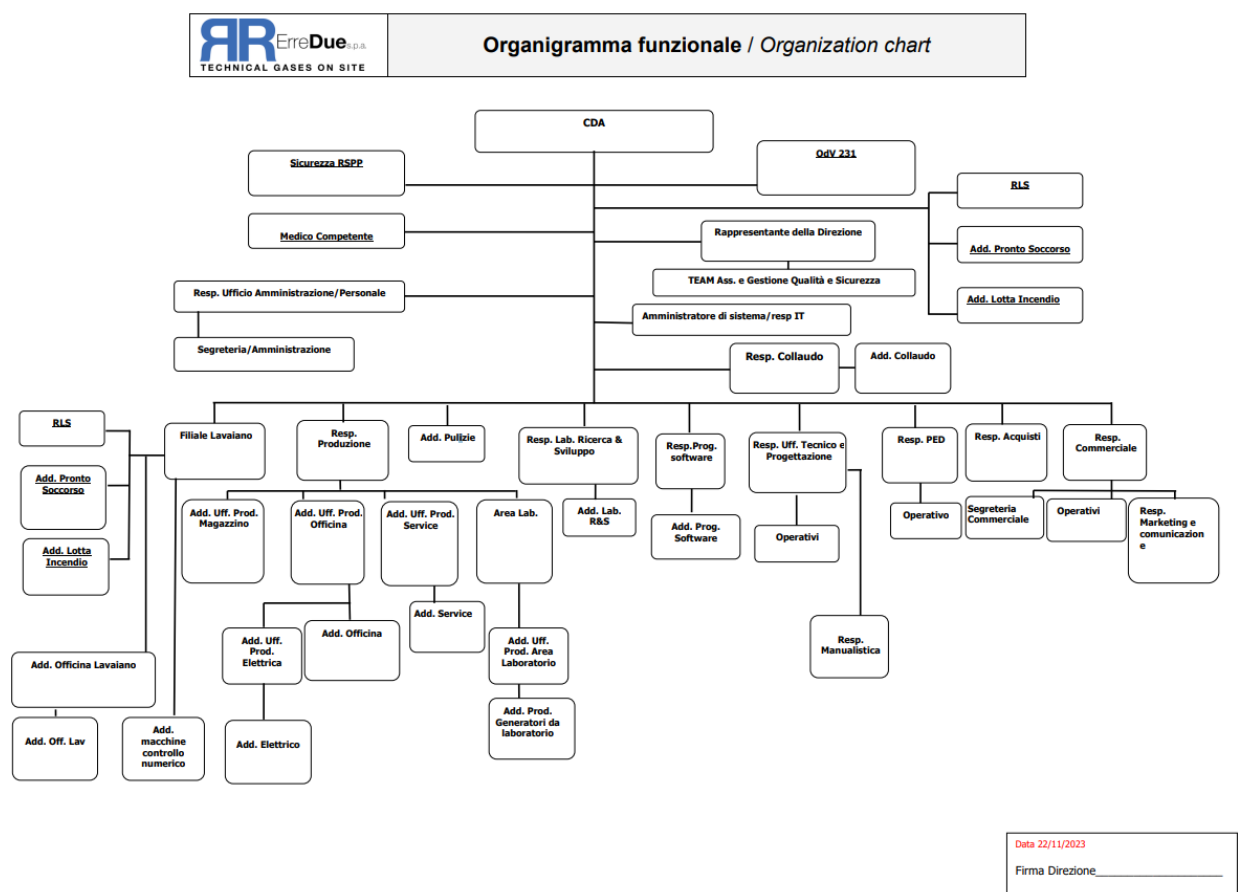
5.1.2 Ruoli, relazioni e responsabilità

La struttura organizzativa d'impresa risulta inevitabilmente aggiornata a seguito della quotazione per far fronte agli obblighi previsti per le società quotate. Ai fini della pianificazione e controllo di gestione si prevede una suddivisione delle mansioni in ruoli chiari e identificabili ai quali vengono attribuite diverse responsabilità coerenti col ruolo stesso. La responsabilizzazione si sostanzia nell'attribuzione di aspettative in termini di obiettivi da raggiungere, successivamente oggetto del controllo, mentre il successo del ruolo dipenderà dall'idoneità delle risorse e delle leve gestionali messe a disposizione per raggiungerlo. Le aspettative circa il ruolo non si esauriscono con il mero svolgimento dei compiti previsti, ma sono rivolte

anche ai comportamenti da tenere con gli altri collaboratori. Pertanto, ai fini dell'attribuzione delle responsabilità, è necessaria una preventiva individuazione dei ruoli e delle relazioni che intercorrono tra loro.

L'organigramma di ErreDue (Figura 5.1) rappresenta l'aggiornamento dei ruoli e dei centri di responsabilità intesi come unità organizzative articolate sulla base dei vari livelli decisionali presenti in azienda e sulle quali ricadono controlli mirati per la specifica area di riferimento³⁰. In altre parole, rappresentano una area aziendale con obiettivi, leve³¹ e parametri di controllo omogenei.

Figura 5.1 – Organigramma della ErreDue a seguito IPO



³⁰ Cerbioni F., *Il budget nel sistema di controllo di gestione*, Giappichelli, 2018

³¹ Le leve decisionali influenzano il responsabile dell'area aziendale nel raggiungimento degli obiettivi a seconda che il centro di responsabilità sia orientato al costo, alla spesa, al profitto, ai ricavi o agli investimenti.

Alcuni ruoli sono di nuova costituzione, tra i quali possiamo notare il reparto adibito a Marketing e comunicazione di cui parleremo in seguito, mentre ad altri ruoli già esistenti sono state impartite nuove modalità operative per il raggiungimento dei risultati. I maggiori aggiornamenti sono riscontrabili nell'area addetta al magazzino, facente capo al reparto produzione, e nell'area amministrativo contabile. Nel primo caso, assistiamo a miglorie dovute alla gestione automatizzata delle scorte di magazzino, la quale permette di ridurre gli errori semplificando e ottimizzando le procedure. Attraverso l'utilizzo di codici a barre viene facilitata l'identificazione e il tracciamento degli articoli, migliorando nel complesso l'efficienza operativa. L'area magazzino prima della quotazione era composta da due o tre addetti supervisionati da un responsabile; adesso che la società è in espansione è composta da un team di nove persone guidate da due responsabili, uno amministrativo e uno finanziario; insieme formano un reparto vero e proprio. Anche nel secondo caso è stata introdotta l'automazione per la tenuta della contabilità, che è passata da una rilevazione dei costi e ricavi su base annuale ad una contabilizzazione su base mensile. Un'ulteriore conseguenza della quotazione riguarda la sfera delle risorse umane, in particolare l'aumento delle assunzioni previste con soggetti qualificati orientate principalmente al rafforzamento dei responsabili commerciali sul fronte estero.

Ai fini di tutelare la società dai reati commessi nell'esercizio della propria attività viene inoltre incrementata l'attenzione alla Legge 231 del 2001, introduttiva di un regime di responsabilità amministrativa e penale per le società in merito ai reati commessi dai propri amministratori, dirigenti, dipendenti o terzi mandatari nell'interesse o a vantaggio della società stessa³². Questa norma prevede il coinvolgimento diretto delle aziende nella prevenzione di illeciti, portandole ad introdurre sistemi di gestione atti a evitarne la commissione. La legge, di fatto, pone sanzioni a carico delle società

³² Pandolfini V., *Il D.lgs. n. 231/2001 sulla responsabilità degli enti*, 2022

di qualsiasi tipo, dimensione e business per gli illeciti commessi nell'esercizio della propria attività, ma concede l'attenuazione della responsabilità in capo ad amministratori, dipendenti o collaboratori qualora la società, prima della commissione dell'illecito, abbia adottato modelli di gestione etici e responsabili, comprensivi di organismi di vigilanza indipendenti, garanti della conformità della società alle normative vigenti.

5.1.3 Controllo delle azioni: scelta del controllo coerente con ruoli e responsabilità

I vertici aziendali possono adottare vari approcci per guidare e influenzare i comportamenti dei propri collaboratori al fine di farli convergere verso il raggiungimento di un obiettivo comune. Il sistema di controllo interno, secondo il Codice di Autodisciplina, è un insieme di regole, procedure, strutture organizzative finalizzate ad una efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei rischi inerenti all'attività d'impresa. Attraverso il controllo interno i manager si assicurano che i collaboratori rispettino le procedure prestabilite, al fine di contribuire al successo della società³³.

Gli *stili di controllo* sono principalmente classificabili in “autoritario” e “partecipativo”. Il primo basa la sua forza su un sistema di premi e punizioni elargiti dal leader, il quale prende decisioni senza consultarsi con altre figure aziendali (ad esempio, i responsabili di reparto); nel secondo il leader definisce chiaramente le mansioni che ognuno ha l'onere di svolgere e le aspettative connesse a tali mansioni, ma viene lasciato un margine di autonomia ai collaboratori che di fatto si assumono la responsabilità di portare a termine i compiti nel modo più efficiente ed efficace. In quest'ultimo caso, chi sta al vertice aziendale motiva il proprio team coinvolgendolo anche nei processi

³³ Borsa Italiana, *Codice di Corporate Governance*, 2020

decisionali. Lo stile partecipativo permette di accogliere una maggior motivazione e impegno da parte dei collaboratori, creando un ambiente dinamico e stimolante in cui il singolo è consapevole dell'apporto che fornisce all'azienda.

Per quanto riguarda il *tipo di controllo* facciamo riferimento al controllo posto sulle azioni e il controllo sui risultati. Il controllo sulle azioni prevede la conoscenza a monte delle relazioni che intercorrono tra gli "input" (gli elementi necessari a raggiungere gli obiettivi) e gli "output" (gli obiettivi) e si concentra sul monitoraggio e la regolamentazione delle attività e dei processi svolti per raggiungere i risultati. È rivolto al "come" viene svolto il lavoro ed è attuato attraverso la standardizzazione dei processi, di cui i dipendenti vengono a conoscenza grazie ad una attenta attività di formazione. I collaboratori vengono successivamente sottoposti ad una supervisione diretta da parte dei responsabili di reparto, i quali si assicurano che i processi rispettino gli standard di qualità prestabiliti. Il controllo sui risultati, diversamente, si concentra non tanto su come un obiettivo viene raggiunto bensì sul raggiungimento dell'obiettivo stesso. Può essere attuato se si ha la capacità di misurare gli "output" e il rendimento di ogni collaboratore.

In ErreDue vige un sistema partecipativo e di responsabilizzazione del singolo, in cui il controllo ricade sulle azioni poste in essere dai vari collaboratori. Il sistema di controllo ha una struttura verticale: se poniamo attenzione all'organigramma di cui alla Figura 5.1 notiamo che il controllo si dirama dai vertici aziendali e ricade su ogni responsabile di reparto, incaricato a sua volta di vigilare sui propri sottoposti e di riportare l'andamento della gestione ai vertici. Il sistema di controllo interno è strutturato su tre livelli. Al primo livello abbiamo i controlli di linea, svolti da chi mette in atto una determinata attività e da chi ne ha la responsabilità di supervisione. Il secondo livello presidia il processo di gestione e il controllo dei rischi legati all'operatività garantendone la coerenza con gli obiettivi aziendali (risk management). Il terzo livello, per finire, fornisce valutazioni indipendenti sul funzionamento del sistema di controllo interno nel suo

complesso. Questa attività è tipicamente di competenza dell'Internal Auditor, il quale ha il dovere di rispettare i requisiti stringenti di indipendenza e autonomia organizzativa richiesti dalla funzione. Si occupa non solo di verificare che il sistema di controllo rischi sia efficiente, ma svolge anche attività di consulenza volta a proporre iniziative di miglioramento. Il sistema di controllo interno è strutturato in modo tale da permettere alle informazioni di circolare dall'alto verso il basso, per poi tornare all'alto in cui verranno prese decisioni su eventuali migliorie o cambiamenti al fine di assicurare una gestione efficiente del rischio d'impresa³⁴.

Recenti studi in materia di organizzazione aziendale esaminano l'importanza della leadership per raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile nelle piccole e medie imprese. Tali ricerche suggeriscono che un elemento cruciale per ottenere gli obiettivi prefissati è rappresentato dalla presenza di un leader che influenzi positivamente le prestazioni di ogni collaboratore³⁵. Tucker e Russell (2004) sostengono che la leadership è un fattore necessario per guidare l'azienda in un contesto competitivo dinamico poiché, grazie ad una attività di orientamento e guida, il leader riesce ad elevare le prestazioni dei vari soggetti coinvolti nel processo produttivo verso l'efficienza delle performance collettive³⁶. In ErreDue i vertici aziendali concedono autonomia ai dipendenti e basano il loro rapporto sulla fiducia reciproca, responsabilizzandoli nell'espletamento delle proprie mansioni. Inoltre, è previsto un sistema di premi verso coloro che lo meritano; di rimando, non esistono punizioni, ma premi mancati. Questo sprona ognuno a far fruttare il meglio dalle proprie potenzialità. Concludendo, in ErreDue è previsto un controllo sull'operato dei singoli realizzato attraverso un sistema di monitoraggio delle azioni. Questo permette una riduzione degli errori grazie ad un sistema di procedure prestabilite da seguire, ma fa leva anche su un

³⁴ Per "rischio d'impresa" si fa riferimento ad eventi che potrebbero incidere negativamente sulla situazione economico-finanziaria d'impresa, ma anche sulla sua sfera reputazionale.

³⁵ Madanchian M., Taherdoost H., *Role of Leadership in Small and Medium Enterprises (SMEs)*, International Journal of Economics and Management System, IARAS, 2017

³⁶ Tucker B., Russell R., *The Influence of the Transformational Leader*, Journal of Leadership and Organizational Studies, 2004

sistema di controllo sociale, o autocontrollo, attraverso il quale i collaboratori vengono inclusi in una cultura societaria volta al benessere del singolo, responsabile del proprio operato, che ne aumenta la creatività e la motivazione.

5.2 Obblighi informativi e di rendicontazione verso l'ambiente esterno a seguito della quotazione in borsa: l'Investor Relator

In vista della quotazione si è reso necessario investire sul reparto di Marketing e comunicazione in virtù dell'influenza che una corretta comunicazione esercita sull'andamento e le dinamiche di mercato. Tra le società e il mercato si interpone la figura dell'Investor Relator, un professionista responsabile delle relazioni tra l'azienda e la comunità degli investitori, ovvero azionisti, analisti finanziari e potenziali investitori. Tale ruolo risulta essere determinante nell'assicurare una corretta e trasparente informativa circa informazioni di natura strategica e finanziaria, al fine di alimentare se non mantenere l'attenzione e la fiducia degli stakeholder esterni nei confronti della società.

ErreDue delibera pertanto di assumere due Investor Relator, uno interno all'azienda e uno esterno, rappresentato da CDR Communications. L'Investor Relator opera all'interno della società in maniera trasversale, interagisce con diverse funzioni aziendali quali pianificazione e controllo, contabilità e redazione del bilancio, affari legali e ufficio stampa. Tra i compiti dell'Investor Relator prevalgono la diffusione dei comunicati stampa, dei report finanziari e delle presentazioni finanziarie dedicate agli investitori, pubblicati solitamente in sede di conferenze e roadshow; altresì è incaricato dell'organizzazione di visite organizzate presso l'azienda. La documentazione e le informazioni da rendere pubbliche riguardano principalmente:

- I risultati finanziari (bilanci d'esercizio, relazioni semestrali e trimestrali, dati di sintesi derivanti dalle dichiarazioni della direzione

strategica in sede di IPO e durante i roadshow, analisi circa scostamenti significativi, corredati da esaurienti giustificazioni, e risultati ottenuti)

- Gli aspetti organizzativi e normativi rilevanti (cambiamento della struttura organizzativa, relazioni con i competitor, aggiornamenti normativi in materia)
- Eventi di spicco (dichiarazioni del management, lancio di nuovi prodotti, acquisizioni e disinvestimenti, joint ventures³⁷)

Tutte le informazioni pubblicate devono essere preventivamente condivise dal management della società. Il fine ultimo è rappresentato dalla continua promozione di una percezione positiva dell'azienda, perseguito grazie a strategie di comunicazione efficaci e trasparenti. L'Investor Relator è tenuto ad individuare e rispettare gli obblighi di informativa derivanti dalla quotazione; inoltre, ha il compito di essere costantemente aggiornato sulle tendenze del mercato e del settore in cui l'azienda opera, monitorando il comportamento dei consumatori e dei concorrenti al fine di individuare, preventivamente, eventuali fattori che possano influenzare l'andamento della gestione aziendale. Si occupa, infine, di raccogliere le aspettative degli stakeholder per consentire alla società di adattare le proprie strategie a tali aspettative, permettendo di costruire un rapporto a lungo termine orientato al successo.

Oltre al rispetto degli obblighi normativi, una politica di comunicazione chiara e tempestiva permette di riversare i risultati positivi attesi di gestione sul prezzo delle azioni, riducendone i fenomeni di oscillazione.

Pertanto, al fine di coltivare l'interesse che gli stakeholder mostrano verso l'azienda, la direzione aziendale deve assicurarsi che le aspettative di mercato vengano soddisfatte attraverso la diffusione di informazioni necessarie alla comprensione dei fenomeni che riguardano la vita della società.

³⁷ Borsa Italiana, A.I.F.I., PWC, *Guida alla quotazione*, 2001

5.3 Società di revisione

Prima della quotazione il ruolo di revisore era ricoperto dal collegio sindacale, ma successivamente ErreDue decide di nominare quale società di revisione KPMG.

KPMG viene incaricato di svolgere la revisione legale ai sensi dell'art. 13 del D.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 dei bilanci d'esercizio della ErreDue con chiusura al 31 dicembre 2022, 2023 e 2024. L'attività di revisione comporterà la verifica sulla conformità del bilancio alle norme che disciplinano la redazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, finanziaria e del risultato economico d'esercizio; inoltre, verrà verificata la regolare tenuta della contabilità sociale e della corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili della società. Il tutto allo scopo di accrescere la fiducia degli utilizzatori del bilancio stesso. Inoltre, KPMG verificherà la conformità alla legge e la coerenza della Relazione sulla gestione, stilata dagli Amministratori, con il bilancio d'esercizio. Il giudizio espresso includerà una dichiarazione circa l'eventuale individuazione di errori significativi nella Relazione sulla gestione.

La revisione contabile comporta lo svolgimento di procedure volte ad acquisire elementi probativi, raccolti anche attraverso verifiche a campione, a supporto delle informazioni contenute nei bilanci, sulla base dei quali il revisore esprimerà il proprio giudizio. Le procedure scelte dal revisore includono la valutazione dei rischi ed errori significativi nel bilancio d'esercizio. Nell'effettuare tali valutazioni dei rischi, KPMG tiene in considerazione il controllo interno aziendale, limitatamente agli ambiti legati alla redazione del bilancio.

5.4 Budgeting post IPO

La redazione del budget continua anche a seguito della quotazione ad avere una natura “top down” per cui, sulla base del fatturato che si intende raggiungere nell’anno, viene fatta una previsione sull’ammontare di vendite necessarie per il raggiungimento di tale fatturato. Basandosi sulle vendite previste si valuta dal lato della produzione se, con le risorse a disposizione, siamo in grado di produrre la quantità prevista per la vendita ed eventualmente si stabilisce una diversa allocazione delle risorse o un approvvigionamento delle risorse che non si dispongono, sia in termini di risorse materiali che umane.

Il processo di budgeting, altresì chiamato processo di pianificazione operativa, a seguito dell’IPO prevede la mensilizzazione del budget, vale a dire che le previsioni di entrata e uscita vengono distribuite su base mensile per avere evidenza delle varie dinamiche e fluttuazioni specifiche di ogni mese, monitorando con costanza la gestione e permettendo una valutazione tempestiva delle azioni correttive da porre in essere. La mensilizzazione consente di elaborare il budget semestrale, di redazione obbligatoria. Uno dei principali cambiamenti è effettivamente rappresentato dall’obbligo di pubblicazione della relazione finanziaria semestrale, come indicato da Borsa Italiana: “Entro tre mesi dalla fine del primo semestre dell’esercizio, le società quotate aventi l’Italia come Stato membro d’origine, pubblicano una relazione finanziaria semestrale.”³⁸

La relazione finanziaria semestrale è un documento informativo che deve essere obbligatoriamente redatto dalle società quotate in borsa ed è rivolto ai portatori di interesse e agli operatori di mercato, al fine di integrare l’informativa contenuta nel bilancio d’esercizio³⁹. La relazione semestrale è il frutto del confronto tra il budget a consuntivo, detto anche “actual”, il quale

³⁸ Borsa Italiana, *Glossario Finanziario – Tempistica approvazione bilancio e relazione semestrale*

³⁹ Borsa Italiana, *Glossario Finanziario – Relazione semestrale*

rappresenta la sommatoria di tutti i costi effettivamente sostenuti dal 1° gennaio al 30 giugno, e il budget previsto a inizio anno, inteso come aggregato delle previsioni di tutti i mesi (per la semestrale, si tengono di conto soltanto i mesi da gennaio fino a giugno). Il consuntivo è sottoposto inoltre alla verifica della società di revisione KPMG. Questo confronto permette di valutare le performance finanziarie dell'impresa e verificare l'allineamento della gestione con gli obiettivi previsti. L'analisi degli scostamenti può essere di natura positiva qualora i ricavi effettivi superino quelli previsti oppure le spese effettive siano inferiori a quelle previste; viceversa saremo in presenza di scostamenti negativi. In quest'ultimo caso è importante ricercare quali sono le cause degli scostamenti per porre in essere azioni correttive.

A seguito del confronto tra budget e budget a consuntivo si procede con la creazione di un report che metta in evidenza gli scostamenti evidenziati e i fattori che li hanno causati.

5.5 Reporting post IPO

Il report si pone a servizio dei vertici aziendali nel complesso compito di gestione e controllo d'impresa. Consente di raccogliere tutte le informazioni relative alle variabili che impattano sulla gestione e quindi sul raggiungimento degli obiettivi strategici, per poi riportarle al management che le utilizzerà per intraprendere tempestivamente le azioni necessarie a massimizzare l'efficienza operativa⁴⁰.

In ErreDue la redazione del report avviene su base mensile, come avveniva prima della quotazione. A seguito dell'IPO, però, viene enfatizzato il ruolo del report poiché trasmette le informazioni verso i target previsti, sia esterni che interni all'azienda, circa l'andamento della gestione e permette quindi ai destinatari di avere informazioni finanziarie con una frequenza maggiore rispetto al tradizionale periodo annuale. È uno strumento che consente di

⁴⁰ Borsa Italiana, *Guida al Sistema di controllo di gestione*, 2011

monitorare, con frequenza e tempestività adeguate, gli indicatori che incidono maggiormente sulla capacità di creazione di valore⁴¹ che rendono la società migliore rispetto ai suoi competitor. Si pone a garanzia della trasparenza dell'informativa della società verso i portatori di interesse ed è uno degli strumenti principali di cui si avvale l'Investor Relator per coltivare le relazioni con l'ambiente esterno.

La redazione e successiva presentazione di report e analisi periodiche rappresenta una mansione "di routine" per il controller, il responsabile del controllo di gestione, mentre un altro ambito del suo lavoro prevede l'intervento sui processi interni per valutare l'efficienza delle modalità operative. In ErreDue prima della quotazione non esisteva un unico soggetto designato ad effettuare il controllo di gestione. A seguito della quotazione ha sentito l'esigenza di colmare tale "gap" e adibire una persona che potesse occuparsi nello specifico di questa funzione. Oggi, il controller è rappresentato dal Direttore Finanziario (CFO), indipendente dal CdA, il quale scambia costantemente informazioni con l'Amministratore Delegato, condividendo feedback sui risultati raggiunti e proponendo le scelte strategiche che risultano essere migliori sulla base delle condizioni in cui l'azienda verte.

5.6 Responsabilità Sociale d'Impresa: il bilancio di sostenibilità

Per il 2025 un ulteriore obiettivo che la ErreDue si pone riguarda la redazione del bilancio di sostenibilità. Il bilancio di sostenibilità si distingue dal bilancio d'esercizio in quanto informa i portatori di interesse, principalmente esterni alla società, ovvero la comunità di riferimento, i clienti e gli investitori, in merito ai risultati economici, sociali e ambientali generati dall'attività d'impresa. Lo scopo è di rendicontare gli impatti non finanziari che influiscono sulle realtà che circondano l'azienda e i soggetti con cui si

⁴¹ Borsa Italiana, *Guida al Sistema di controllo di gestione*, 2011

interfaccia nell'esercizio della propria attività⁴². La società, dal suo canto, ne trae beneficio dovuto ad un miglioramento della propria immagine e della reputazione aziendale che il bilancio di sostenibilità comporta, generando un sistema di fidelizzazione della clientela e di supporto da parte degli stakeholder.

Il bilancio di sostenibilità non è obbligatorio, generalmente viene utilizzato dalle società su base volontaria per comunicare le proprie performance di sostenibilità ai diversi stakeholder. Al suo interno si possono trovare varie tematiche, tra cui informazioni su specifiche iniziative, progetti o impegni futuri, ma anche una descrizione accurata sull'impatto che la società ha sulla comunità e sull'ambiente che la circonda. Le informazioni ivi contenute possono variare a seconda delle specifiche esigenze e aspettative degli stakeholder che si intendono soddisfare.

È possibile veder accompagnato il bilancio di sostenibilità dalla Dichiarazione Non Finanziaria (DNF), disciplinata dalla Direttiva 2014/95/UE e recepita in Italia con il D.lgs. 254/2016, che ne ha disposto l'obbligatorietà di redazione per le imprese elencate nel D.lgs. 39/2010, ovvero imprese di interesse pubblico soggette ad una specifica revisione legale. La DNF è quindi obbligatoria rispettivamente per le aziende quotate o del settore bancario-assicurativo, entrambe di grandi dimensioni, mentre resta volontaria la sua pubblicazione da parte delle altre realtà aziendali, quali PMI, che possono presentarla in forma semplificata. Facciamo riferimento a società di grandi dimensioni quando ci confrontiamo con realtà che hanno un numero di dipendenti superiori a 500, un fatturato annuo superiore a 40 milioni di euro o un totale dello Stato Patrimoniale superiore a 20 milioni di euro. Viene resa pubblica annualmente ed è solitamente redatta secondo formati standard e linee guida di rendicontazione ad hoc. La normativa di riferimento non fornisce indicazioni circa gli standard da utilizzare per la rendicontazione, i

⁴² ALSAYEGH, Maha Faisal, et al. *The role of sustainability reporting and governance in achieving sustainable development goals: an international investigation*, Sustainability, 2023

più diffusi sono rappresentati dal Sustainability Reporting Framework proposto da GRI (Global Reporting Initiative) oppure i modelli predisposti da SASB (Sustainability Accounting Standards Board) che possano fornire una visione olistica delle performance dell'azienda⁴³. L'applicazione di tali formati standard è volontaria, pertanto il loro contenuto è il frutto di una mera autovalutazione. Tuttavia, le società possono richiedere, allo stesso GRI o ad una società terza, una verifica che assicuri i destinatari sul contenuto del report⁴⁴. Il rischio che i destinatari devono sempre tenere presente riguarda, infatti, il fenomeno del “greenwashing”, ovvero una strategia adottata dal management aziendale volta alla presentazione fittizia della società come sostenibile nel tentativo di occultarne l'impatto ambientale negativo⁴⁵. Al momento enti internazionali quali la Fondazione IFRS stanno lavorando sull'armonizzazione degli standard di redazione del bilancio di sostenibilità e della DNF attraverso la creazione di un modello universale ed eventualmente obbligatorio.

La DNF è una dichiarazione che rendiconta in merito ai risultati raggiunti e agli impegni presi dalla società sulla base degli obiettivi di sviluppo sostenibile che l'ONU ha descritto nell'Agenda 2030, di cui parleremo più avanti. I principali contenuti riguardano il modello di business adottato dalla società e le performance che ha messo in atto per una crescita sostenibile, in particolare si riportano elementi quali lotta alla corruzione, ambiente, comunità interna ed esterna all'impresa e diritti umani. È sottoposta ad un processo di verifica da parte di un soggetto autorizzato e viene pubblicizzata a seguito del deposito presso il Registro delle imprese attraverso i canali online della società.

⁴³ La Torre M., Sabelfeld S., Blomkvist M., Dumay J., *Rebuilding trust: Sustainability and non-financial reporting and the European Union regulation*, Meditari Accountancy Research, vol. 28, no. 5, pp. 701-725. Emerald Publishing, 2020

⁴⁴ Tettamanzi P., Missaglia A., Minutiello V., *La comunicazione non finanziaria e il bilancio di sostenibilità*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022

⁴⁵ Dallavalle M., Caputo C., *Greenwashing, l'intenzione di raggiungere obiettivi di sostenibilità non configura, di per sé, un messaggio ingannevole*, Il Sole 24 Ore, 2024

Tutte le informazioni non finanziarie possono essere presentate in sede di relazione sulla gestione come una specifica sezione al suo interno oppure attraverso una dichiarazione indipendente dalla relazione sulla gestione nominata “Dichiarazione di carattere non finanziario” ai sensi del D.lgs. n. 254/2016.

Il bilancio di sostenibilità rientra nella più ampia categoria degli strumenti con cui viene comunicata la Responsabilità Sociale d’Impresa (RSI), definita dalla Commissione Europea come “L’integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate”⁴⁶, definizione internalizzata sei anni dopo dal governo italiano che la descrive come “l’esito di un processo con cui l’amministrazione rende conto delle scelte, delle attività, dei risultati e dell’impiego di risorse in un dato periodo, in modo da consentire ai cittadini e ai diversi interlocutori di conoscere e formulare un proprio giudizio su come l’amministrazione interpreta e realizza la sua missione istituzionale e il suo mandato”. L’attenzione crescente verso queste tematiche è dovuta alla sensibilità maggiore sviluppatasi a partire dagli anni ’80 in merito alla tutela dell’ambiente che ci circonda, per cui le aziende hanno iniziato ad orientare la propria attività non soltanto alla mera soddisfazione del cliente ma anche all’attenzione verso la *sostenibilità*. Un investimento viene definito sostenibile se crea valore per l’investitore e per la società nel suo complesso ed è orientato al medio lungo periodo⁴⁷. Il concetto di sostenibilità è oggi rappresentato dalla triade “Environmental, Social and Governance” (ESG) che rappresentano la tutela dell’ambiente e l’impatto sul territorio, l’inclusione sociale e l’ottimizzazione della governance aziendale.

⁴⁶ Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, *Strategia rinnovata dell’UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*, COM/2011/0681

⁴⁷ Sustainability Award, *Le caratteristiche di un investimento sostenibile*, 2024

L'accordo di New York del 2015 ha portato alla definizione dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile sottoscritta da 193 Paesi dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite. L'Agenda prevede il raggiungimento di 17 obiettivi, "Sustainability Development Goals" (SDG), da raggiungere entro il 2030 che porteranno il mondo su un sentiero di sostenibilità e costituisce un riferimento valido universalmente: l'Onu fa appello alla responsabilità di ogni paese del mondo affinché si attivi con iniziative e migliorie per riuscire a raggiungere i suddetti obiettivi. Per la prima volta viene affiancato il significato di sostenibilità non solo alla sfera ambientale ma anche a quella sociale ed economica, creando una visione integrata delle diverse dimensioni che la riguardano. Gli obiettivi su cui si fonda l'Agenda sono tutti collegati tra loro⁴⁸. I punti principali prevedono il raggiungimento di un'istruzione di qualità, un lavoro dignitoso, una maggiore inclusione, pari opportunità tra i sessi per assicurare la salute e il benessere alla comunità, costruendo un pianeta sano in cui le disuguaglianze vengono, per quanto possibile, eliminate.

A livello europeo è stato stabilito un piano di riforme chiamato "Green Deal europeo" volte all'ottenimento della *neutralità climatica*, ovvero una riduzione di almeno il 55% rispetto ai livelli del 1990 delle emissioni nette di gas a effetto serra entro il 2050, al fine di rendere l'Europa il primo continente ad impatto climatico zero⁴⁹. In una delle sue ultime dichiarazioni, la Commissione Europea ha pubblicato un comunicato sulla gestione dei rischi climatici in Europa che illustra come i paesi possano attuare politiche con scopo di salvataggio di vite umane, di riduzione dei costi e di protezione dai rischi nei vari settori, predisponendo strumenti idonei al finanziamento di tali interventi⁵⁰.

⁴⁸ Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale, *La nuova Agenda 2030*, www.esteri.it

⁴⁹ Commissione Europea, *Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni – Il Green Deal europeo*, 2019

⁵⁰ Commission.europa.eu

In Italia è stato definito un piano per raggiungere gli SDG e risollevarlo il paese da un punto di vista economico e sociale a seguito della pandemia. Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) poggia su tre pilastri, nello specifico si rivolge alla transizione digitale, alla transizione ecologica e all'inclusione sociale. Notiamo che gli ultimi due punti sono racchiusi nell'ambito ESG. All'interno della sfera "Social" nell'ambito ESG troviamo tre priorità trasversali: la parità di genere, la valorizzazione dei giovani e il superamento dei divari territoriali.

ErreDue ha messo in atto una serie di iniziative diverse che riguardano le suddette tematiche. La prima iniziativa (**Environmental**) riguarda la "*Carbon footprint*", l'impronta di carbonio, redatta secondo la normativa UNI EN ISO 14064-1/2019. È un parametro che permette di valutare l'impatto ambientale attraverso la misurazione della quantità di anidride carbonica emessa nell'atmosfera durante l'esercizio della propria attività. La ErreDue viene valutata come un sistema composto da input, output (emissioni d'aria e di elettricità) e variabili di stato, ovvero i processi produttivi. Per processo produttivo si intendono tutte le procedure possibili inquinanti, inclusi ad esempio i dipendenti che si recano a lavoro in automobile. Per prima cosa, ci si domanda se le fonti utilizzate nell'attività sono rinnovabili, se esistono dei certificati che lo comprovano e infine in che misura (tonnellate) esistono le emissioni inquinanti. Dopo aver calcolato quante tonnellate di CO₂ ErreDue emette per svolgere la propria attività, quindi quanto inquina, rapportiamo questo risultato ad un parametro di riferimento, ovvero la quantità di beni prodotta: misuro quante tonnellate di CO₂ emetto per le tonnellate di prodotto realizzato. Un'altra analisi effettuata riguarda l'inquinamento dell'acqua, in questo caso viene analizzato il ciclo di vita del prodotto. Infine, l'impegno è al momento rivolto anche all'implementazione della normativa UNI EN ISO 14001/2015 che prevede l'adozione di un *sistema di gestione ambientale* e fornisce una serie di direttive per poterlo pianificare e mettere in atto. Va evidenziato che i riscontri a livello economico forniti dalle analisi ambientali, positivi o negativi che siano, sono validi soltanto se analizzati nel lungo periodo.

Una seconda iniziativa (**Social**) di ErreDue riguarda l'ottenimento della certificazione UNI PdR125/2022 che fornisce linee guida sul *sistema di gestione per la parità di genere*, l'inclusione e la diversità. L'auditor pone quesiti in ambito di diritti umani, ad esempio se le donne hanno la stessa prospettiva di carriera, se guadagnano meno, se sono rappresentate nel CdA, se in azienda viene fatto mobbing, se i giovani vengono tenuti in considerazione, se vige il rispetto tra razze diverse. Una volta raccolti i dati vado ad effettuare un paragone tra la mia azienda e le altre presenti sulla sua stessa zona geografica, o direttamente con i competitor. In ambito sociale la ErreDue rappresenta anche la normativa UNI ISO 45001/2018 dedicata alla salute e sicurezza sui luoghi di lavoro ed è stato implementato un sistema di gestione sulla base di questa disciplina.

Infine, per quanto riguarda la **Governance** si valuta la composizione del CdA di ErreDue, valutando se i compiti sono distribuiti imparzialmente e se sono presenti soggetti indipendenti in modo che i poteri siano bilanciati. Alla ErreDue arriverà il rating di legalità che viene rilasciato, appunto, se la composizione del CdA rispetta le normative di Corporate Governance e se non ci sono questioni legali aperte. Ricopre un ruolo importante per poter accedere ai finanziamenti bancari e avere la rispettabilità del mercato.

Un'ulteriore iniziativa programmata per il futuro e che al momento è in fase embrionale prevede l'implementazione di un *sistema di gestione dell'energia* in vista dell'utilizzo di pannelli fotovoltaici nel nuovo capannone.

Tutti i dati raccolti frutto di analisi, verifiche e osservazioni confluiranno nel bilancio di sostenibilità, il quale permetterà agli stakeholder di prendere decisioni consapevoli valutando la coerenza dei risultati raggiunti dall'azienda con gli obiettivi dichiarati in ambito ESG e le iniziative previste per il futuro. Successivamente verrà effettuato da agenzie specializzate il rating ESG attraverso gli standard EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) che forniscono direttive per rendicontare le informazioni non finanziarie in modo integrato, promuovendo una raccolta e condivisione delle informazioni di sostenibilità coerente con gli standard GRI. Il rating

esprimerà un giudizio circa la validità dell'azienda dal punto di vista sostenibile.

I benefici derivanti dall'adozione di forme di comunicazione sulla Responsabilità Sociale d'Impresa sono molteplici e ricadono direttamente sulla società, migliorandone l'organizzazione interna dei processi e aumentandone la visibilità e affidabilità verso i suoi interlocutori⁵¹. Nello specifico, i report sulla sostenibilità migliorano la “green reputation” dell'impresa donandole continuità nel tempo, spronano la ricerca verso nuove forme di business sostenibili attraverso l'utilizzo di tecnologie innovative e orientano la valutazione dei rischi ambientali e sociali che hanno un impatto sulla governance aziendale.

Le società sono motivate ad essere trasparenti e a comunicare il proprio posizionamento nel contesto competitivo di riferimento in quanto l'opinione che i portatori di interesse hanno nei loro confronti è diventata con il passare del tempo rilevante al punto di condizionare le stesse sulla gestione del proprio business. In altre parole, le aziende hanno acquisito consapevolezza sull'importanza di soddisfare con l'esercizio della propria attività le aspettative degli stakeholder e non soltanto di realizzare il massimo profitto per gli azionisti. La necessità di valorizzare il marchio non più solo in termini di qualità del prodotto ma anche di cultura aziendale e reputazione è diventata un fattore intangibile per distinguersi dalla concorrenza e garantire il successo dell'impresa nel tempo.

⁵¹ Molteni M., Todisco A., *Piccole e medie imprese e CSR*, 2007

Conclusioni

Il cambiamento è un elemento intrinseco di ogni attività che si rispetti, fa parte della natura di ogni business e deve essere trattato come una costante dell'attività aziendale, non come una variabile. Il miglior atteggiamento che un'azienda può tenere nei suoi confronti è prevederlo e prevenirlo anziché fronteggiarlo una volta che si è manifestato, passando da un approccio reattivo ad un monitoraggio costante del rischio d'impresa. Questo consente di restare al passo coi tempi e permette, se la diagnosi di un certo problema è tempestiva e la soluzione messa in atto corretta, di non farsi surclassare dai competitor. Il cambiamento organizzativo, che sia obbligato da fonti esterne, come una nuova normativa o una nuova tecnologia, o desiderato, richiede comunque del tempo per essere implementato. La prassi ritiene che debba essere gestito in due fasi. Nella prima si prevede l'individuazione della natura del cambiamento, quindi la definizione del problema e dell'obiettivo da raggiungere coerentemente con la struttura strategica e organizzativa d'impresa. La seconda fase coincide con la delineazione delle soluzioni e delle azioni da porre in essere per raggiungere la condizione auspicata, ponendo particolare attenzione agli ambiti da modificare e quelli da mantenere o consolidare. La realizzazione del cambiamento si verifica grazie all'attuazione di modifiche alla struttura organizzativa, alle competenze richieste, alla comunicazione interna ed esterna; è un processo delicato che mette in discussione gli equilibri preesistenti in termini di responsabilità, ruoli, sistemi di controllo e cultura organizzativa.

Gli obiettivi che la ErreDue si è posta e che si collocano a monte del processo di quotazione mirano ad un efficientamento della struttura organizzativa aziendale di fronte all'opportunità di miglioramento del proprio posizionamento strategico. Come sviluppato nel corso del presente elaborato, la ErreDue si propone come azienda di spicco tra le operanti nel mercato della produzione di gas tecnici on-site con particolare attenzione al settore dell'idrogeno verde, attraverso il quale prevede di partecipare al processo di

transizione energetica affidandosi ad una cultura organizzativa guidata dalla Ricerca e Sviluppo che consente di sfruttare tecnologie uniche e all'avanguardia. Un caso d'esempio riguarda il coinvolgimento di ErreDue allo sviluppo delle stazioni di rifornimento per veicoli elettrici a celle a combustibile (FCEV), ovvero l'utilizzo dei generatori di idrogeno al fine di immagazzinare energia in eccesso se collegati a fonti di energia rinnovabile; ErreDue si sta altresì cimentando nella realizzazione di un nuovo impianto da un Megawatt e oltre per una produzione di idrogeno potenzialmente infinita. La notizia è stata resa pubblica il 4 giugno 2024 attraverso un comitato stampa in cui ErreDue annuncia di aver stipulato con “uno dei principali operatori italiani attivi nell’ambito della distribuzione di gas naturale”⁵² un contratto per la fornitura, prevista per il 2025, di un impianto di “Power to Gas” in grado di produrre circa 24 tonnellate di idrogeno verde all’anno.

L'idrogeno prodotto attraverso l'energia verde può essere utilizzato per produrre energia in diversi ambiti e la quotazione in borsa ha permesso di convergere verso il processo di transizione energetica in virtù dell'ampliamento della visibilità della società presso gli investitori nazionali e internazionali. Una maggiore conoscenza della storia e degli obiettivi di crescita dell'azienda ha attratto investimenti per alimentare la crescita interna ed esterna in ambito internazionale. Di fatto, ErreDue nel 2023 ha investito oltre 10 milioni di euro per avviare un impianto di generatori di idrogeno vicino all'attuale sede di Livorno e prevede di espandersi in paesi quali Spagna, Francia, Germania o Portogallo⁵³. Questi vantaggi, d'altro canto, possono essere considerati tali soltanto se accompagnati da una politica di comunicazione al mercato trasparente ed efficiente, in grado di trasmettere ai portatori di interesse i traguardi raggiunti dall'impresa, compresi la creazione e la diffusione del valore realizzato. Grazie alla creazione di un

⁵² www.hydroneews.it, *ErreDue riceve un ordine per un elettrolizzatore da 500kW destinato alla Sardegna*, 2024

⁵³ Marzetti G., *ErreDue cresce con la produzione di idrogeno: nuovo impianto di Livorno e ricerca di partner esteri. Parla l'ad Enrico D'Angelo*, Milano Finanza, 2023

reparto dedicato al marketing e alla comunicazione, l'interazione con gli stakeholder risulta pulita e puntuale: ogni investitore accedendo al sito ufficiale dell'azienda è in grado di tenersi aggiornato con le ultime novità ed eventi.

La quotazione in borsa ha comportato una maggiore visibilità sul mercato nazionale e internazionale e quindi un aumento degli investimenti, ma anche una attrazione di forza lavoro di talento. A seguito della quotazione la struttura d'impresa risulta mutata sia dal punto di vista del capitale umano sia per quanto riguarda il numero di incarichi e ruoli previsti. In veste di società non quotata la ErreDue disponeva di funzioni accentrate in un'unica figura, mentre al giorno d'oggi presenta una struttura comprensiva di più figure professionali, ognuna dedicata ad una specifica fase del processo di generazione di valore. Si fa riferimento sia al reparto produzione, con l'ampliamento, a titolo di esempio, dell'area di magazzino supervisionata da due responsabili invece che da un solo responsabile, i quali formano insieme ai propri sottoposti un reparto vero e proprio gestito da una parte amministrativa e una adibita al controllo di gestione, sia l'amministrazione che ad oggi è composta da più soggetti con background differenti.

Il presente elaborato ha dimostrato come un'impresa si evolve e prospera a seguito della quotazione in borsa, permettendole di svincolarsi da un sistema prettamente bancocentrico quale fonte di reperimento di risorse finanziarie. Le esigenze che stanno a monte della quotazione hanno natura diversa. Da un lato si cerca di valorizzare la propria azienda in virtù di uno spirito imprenditoriale; dall'altro troviamo la volontà di soddisfare un bisogno aziendale di carattere finanziario attirando risorse da destinare ai piani di sviluppo e crescita resi pubblici agli investitori⁵⁴. Per molto tempo per le aziende realizzare i suddetti obiettivi significava rivolgersi esclusivamente al

⁵⁴ Dorini L., *La Borsa e le sue porte girevoli, perché la grande sbornia è lontana*, Il Sole 24 Ore, 2024

sistema bancario. Per quanto questo resti un canale di rilievo, al giorno d'oggi esistono una moltitudine di strumenti di cui avvalersi per accedere alle finanze di cui si necessita. In generale, si nota una tendenza delle società a ridurre l'indebitamento e a variare le fonti di finanziamento, riducendo il ricorso al sistema bancario.

La quotazione prevede benefici anche per il mercato borsistico stesso. Abbattendo la diffidenza che la cultura italiana ha verso il ricorso al mercato dei capitali, l'aumento della capitalizzazione di mercato contribuisce alla sua crescita che si riverserà, inevitabilmente, sulla crescita dell'economia del paese.

In conclusione, è doveroso esplicitare che le riflessioni contenute nel presente studio sono circoscritte ad una sola azienda. Questo limita la generalizzazione dei benefici post quotazione da essa riscontrati, poiché la loro manifestazione è dovuta anche ad un sistema di gestione interno efficiente. Tuttavia, l'autrice auspica che gli spunti di riflessione qua contenuti possano contribuire a sviluppare un approfondimento sugli effettivi benefici riscontrati dalle società a seguito della quotazione e sulle dinamiche del ricorso al capitale di rischio.

Bibliografia

Adnopolous G., Ashford K., *IPO: significato, cos'è e come funziona*, Forbes Advisor, 2023

ALSAYEGH, Maha Faisal, et al., *The role of sustainability reporting and governance in achieving sustainable development goals: an international investigation*, Sustainability, 2023

Antonelli L. N., *Piazza Affari: capitalizzazione di Borsa 2023 al 39,4% del Pil. Sul MOT la novità BTP Valore*, Finanza Online, 2023

Assolombarda, *Credito e finanza per la crescita delle imprese*, 2018

Barone A., *Piccole e Medie Imprese: cosa sono e come si evolvono*, Osservatorio Innovazione Digitale nelle PMI, 2020

Becattini G., *Distretti industriali e made in Italy, le basi socioculturali del nostro sviluppo economico*, Bollati Boringhieri, 1998

Bianchi Martini S., Corvino A., Rocchiccioli E., *Governare strategicamente l'azienda*, Giappichelli, 2019

Bollino E., Barontini F., Di Rosa S., Martinciglio M., Brunello A., Trevisol S., *IPO ErreDue*, Comunicato stampa www.ErreDuegas.it, 2022

Borsa Italiana, A.I.F.I., PricewaterhouseCoopers, *Guida alla quotazione*, 2001

Borsa Italiana, *Borsa Italiana per le PMI, Primary Markets Italy*, Borsa Italiana S.p.a., 2024

Borsa Italiana, *Borsa Italiana: Chi Siamo*, Borsa Italiana S.p.a., www.borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *Il processo di quotazione*, Borsa Italiana S.p.a., 2022

Borsa Italiana, *Listed Brands: società quotate italiane*, Borsa Italiana S.p.a., www.borsaitaliana.it

Borsa Italiana, *Quotarsi in Borsa – La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana*, Borsa Italiana S.p.a., 2001

- Borsa Italiana, *Quotarsi in Borsa Italiana*, Borsa Italiana S.p.a., 2022
- Bubbio A., ASSIREVI, Borsa Italiana S.p.a., Reply consulting S.r.l., ABI, ASSOSIM, *Guida al Sistema di controllo di gestione*, Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group, 2011
- Caputo C., Dallavalle M., *Greenwashing, l'intenzione di raggiungere obiettivi di sostenibilità non configura, di per sé, un messaggio ingannevole*, 2024
- Castellano N., Bartolacci F., Marasca S., *Controllo di gestione – Pianificazione, programmazione e reporting*, Giappichelli, 2020
- Cedrola E., Cantù C., Gavinelli L., *Territorio, relazioni e competitività. Verso nuovi percorsi di sviluppo nazionale ed internazionale per le piccole e medie imprese italiane*, 2009
- Censimenti Permanenti Imprese, *Censimento permanente delle imprese 2023: primi risultati*, 2023
- Cerbioni F., *Il budget nel sistema di controllo di gestione*, Giappichelli, 2018
- Comitato per la Corporate Governance (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria, Borsa Italiana S.p.a., Assogestioni), *Codice di Corporate Governance*, 2020
- Commissione Europea, *Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni: Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*, Gazzetta Ufficiale Unione Europea, 2011
- Commissione Europea, *Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni – Il Green Deal europeo*, 2019
- Commissione Europea, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, 2019
- Commissione Europea, *Raccomandazione della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, Gazzetta Ufficiale Unione Europea, 2003
- Cubico S., Favretto G., Formicuzzi M., Bellotto M., *Imprenditorialità e management nelle piccole e medie imprese*, DiPAV, 2006

- D'Angerio V., *Aim, vita semplificata per le imprese (ma fino a un certo punto)*, Il Sole 24 Ore, 2019
- Di Rosa S., Martinciglio M., Brunello A., *ErreDue: Cartella Stampa*, 2022
- Dorini L., *La Borsa e le sue porte girevoli, perché la grande sbornia è lontana*, Il Sole 24 Ore, 2024
- Ente Italiano di Normazione, *UNI EN ISO 14001: Sistemi di gestione ambientale - Requisiti e guida per l'uso*, 2015
- Ente Italiano di Normazione, *UNI EN ISO 14064-1: Gas ad effetto serra - Parte 1: Specifiche e guida, al livello dell'organizzazione, per la quantificazione e la rendicontazione delle emissioni di gas ad effetto serra e della loro rimozione*, 2022
- Ente Italiano di Normazione, *UNI EN ISO 45001: Sistemi di gestione per la salute e sicurezza sul lavoro - Requisiti e guida per l'uso*, 2023
- Ente Italiano di Normazione, *UNI/PdR 125: Linee guida sul sistema di gestione per la parità di genere che prevede l'adozione di specifici KPI (Key Performances Indicator - Indicatori chiave di prestazione) inerenti alle Politiche di parità di genere nelle organizzazioni*, 2022
- ErreDue, Intesa Sanpaolo IMI, Corporate Family Office SIM, *Documento di ammissione*, 2022
- Euronext Growth Milan, *Regolamento Emittenti*, 2023
- Euronext Growth Milan, *Regolamento Euronext Growth Advisor*, 2021
- Galeotti F., *Tutti gli advisor della quotazione di ErreDue*, Finance Community, 2022
- Growth Italia, *ErreDue, sviluppo del business dell'idrogeno e il piano Pnrr*, Milano Finanza, 2023
- Invernizzi G., *Le strategie competitive*, McGraw-Hill, 2013
- La Torre M., Sabelfeld S., Blomkvist M., Dumay J., *Rebuilding trust: Sustainability and non-financial reporting and the European Union regulation*, Meditari Accountancy Research, vol. 28, no. 5, pp. 701-725. Emerald Publishing, 2020

Madanchian M., Taherdoost H., *Role of Leadership in Small and Medium Enterprises (SMEs)*, International Journal of Economics and Management System, IARAS, 2017

Marzetti G., *ErreDue cresce con la produzione di idrogeno: nuovo impianto di Livorno e ricerca di partner esteri. Parla l'ad Enrico D'Angelo*, Milano Finanza, 2024

Marzo G., Scarpino E., *La gestione finanziaria delle imprese italiane*, Edeos, 2024

Ministero degli Affari Esteri e della Cooperazione Internazionale, *La nuova Agenda 2030*, www.esteri.it

Molteni M., Todisco A., *Piccole e medie imprese e CSR*, 2007

Pandolfini V., *Il D.lgs. n. 231/2001 sulla responsabilità degli enti*, Studio Legale Pandolfini – Assistenza legale imprese, 2022

Quotidiano Nazionale Economia, *ErreDue, sostenibilità e business vanno a braccetto*, 2024

Rossi E., *Perché il Track Record è un parametro fondamentale nella valutazione aziendale da parte dei finanziatori?*, 2016

Rossi S., *S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società*, Rivista di Diritto Societario, Giappichelli, 2019

S. Miani, R. Cappelletto, J. Floreani, coM.C. Mason, F. Beltrame, *Strumenti finanziari a supporto dello sviluppo delle PMI*, FrancoAngeli, 2015

Sforzi F., *Dal distretto industriale allo sviluppo locale*, 2005

Silenti R., *Organizzazione Informale, il futuro delle PMI*, Leadership & Management – Magazine di Informazione Manageriale, 2018

Sironi A., *Il finanziamento delle pmi tramite il mercato dei capitali. Il ruolo di borsa italiana*, Istituto Lombardo, 2018

Tettamanzi P., Missaglia A., Minutiello V., *La comunicazione non finanziaria e il bilancio di sostenibilità*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022

Tucker B., Russell R., *The Influence of the Transformational Leader*, Journal of Leadership and Organizational Studies, 2004

United Nations, *Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development*, 2015

Venturi F., *Perché le piccole e medie aziende che si quotano in borsa sono tanto aumentate*, AGI, 2018

www.hydroneews.it, *ErreDue riceve un ordine per un elettrolizzatore da 500kW destinato alla Sardegna*, 2024

Ringraziamenti

Desidero ringraziare tutti coloro che mi hanno donato parte del loro tempo.

Al professor Castellano, per la sua professionalità, gentilezza e disponibilità.

A Enrico, Francesca, Rolando, Roberto e Massimiliano per il loro prezioso contributo.

A mamma e babbo, il ringraziamento più grande va a voi che mi avete permesso di studiare. La vera scuola l'ho avuta da voi. Mamma, grazie per avermi insegnato a non accontentarmi mai e ad andare sempre oltre quello che tutti vedono con i propri occhi. Babbo, grazie per avermi insegnato cosa significa avere disciplina e costanza, perché soltanto così una persona può avere successo.

A mia sorella Alessandra, dolcissima Donna che pur non capendo in che cosa consista il mio elaborato mi dice "Brava tata". Il mio percorso lo dedico a te, affinché possa ispirarti nel prendere la tua strada e ti permetta di ricordare che puoi fare tutto ciò che la tua mente possa immaginare.

Alla zia Sabri e a nonna Carmela, che con il loro amore mi hanno sempre capita e consolata, aiutata e confortata. La lontananza è solo un numero, e io non l'ho mai percepita. Grazie per avermi insegnato cosa significa avere la propria libertà e indipendenza, nella mia vita farò in modo che non manchino mai.

Alla zia Patri e allo zio Andre, perché su loro ho sempre potuto contare. Talvolta non servono grandi parole, ma basta uno sguardo per capirci e sapere che il vostro amore è grande; questo mi ha sempre sollevato. Voglio ringraziare anche Ambra, perché è più di una cugina. È bello vedere quanto ci somigliamo. Noi sappiamo che non tutto deve per forza entrare nella nostra sfera personale, a volte è necessario lasciar correre e pensare al nostro benessere.

A Valentina, mio punto di riferimento dal '99. La vita mi ha regalato una sorella non di sangue con la quale posso condividere ogni emozione, e anche nelle avversità alla fine sappiamo benissimo che ci faremo una gran bella risata. Guardaci oggi... una sola cosa non è cambiata. Sapere che l'una ci sarà sempre per l'altra.

A Martina, che con la sua ironia mi trasmette spensieratezza. Grazie per aver condiviso con me angosce e disperazioni, perché nella condivisione tutto ha assunto un connotato più leggero e roseo.

Alle mie amiche più care, preziose anime che conoscono le mie luci e le mie ombre. Vi sono grata per avermi ascoltata quando ne avevo più bisogno e di avermi aperto gli occhi quando non riuscivo a vedere che una sola via.

A Leonardo, che con la sua presenza mi ha illuminato le giornate, dando un senso ai giorni insipidi. Davanti ai suoi occhi ho riscoperto le mie fragilità; non esiste cosa che mi abbia dato più forza. La semplicità con cui ha saputo analizzare circostanze per me insuperabili mi ha aiutato e non poco. Ho la fortuna di avere accanto una persona sincera, in grado di consigliarmi e affiancarmi nei momenti fatidici in cui una persona deve prendere decisioni. Eppure no, non si limita a consigliarmi, ma mi esorta su ciò che sa essere migliore *per me*. Di questo ti sono per sempre grata.

Perché questo ho capito.

Da questo percorso ho appreso che nelle sfide di ogni giorno siamo inesorabilmente soli. Nessuno farà ciò che spetta a noi al posto nostro, nessuno sentirà mai ciò che *davvero* proviamo.

Ma poi ho compreso. La differenza la fa chi fa il tifo per te, chi vorrebbe sempre il tuo bene, chi vuole vederti in vetta, chi ti sta vicino durante il cammino. Queste sono le persone che voglio davvero ringraziare.