

Un percorso per lo sviluppo delle PMI ad alto potenziale di crescita

di Massimo Lazzari, Davide Mondaini e Paolo Manzoni

Finanza Aziendale

La ripresa generalizzata dell'economia nazionale, il rinnovato clima di fiducia di imprese e investitori, il boom dei PIR (Piani Individuali di Risparmio), le nuove agevolazioni previste dalla Legge di bilancio 2018: tutti questi fattori stanno concorrendo a determinare un sensibile incremento dell'interesse alla quotazione, anche da parte di imprese di medie e piccole dimensioni. Questo, se da una parte rappresenta senza dubbio una nuova opportunità per le PMI, dall'altra può celare anche dei rischi per quelle che vi si avvicinano senza essere adeguatamente preparate. Con questo contributo si cercherà quindi di fornire informazioni, strumenti e metodologie che le PMI ad alto potenziale di crescita possono utilizzare per comprendere se possiedono i requisiti per l'avvio immediato del percorso di quotazione, o se questo deve essere avviato a valle di un piano di miglioramento o di change management.

Premessa

Com'è noto "AIM Italia offre alle imprese di piccola e media dimensione la possibilità di accedere in modo efficiente ad una platea selezionata di investitori focalizzati sulle *small cap*".

Sul sito di Borsa Italiana, si trovano alcuni dati relativi all'andamento del mercato AIM nel 2017:

- 26 nuove ammissioni, contro le 13 del 2016 e le 22 del 2015;
- 1,28 miliardi di euro di raccolta;
- +22,4% dell'indice FTSE AIM Italia contro il +13,6% dell'indice FTSE MIB (Tavola 1) (1).

Da questi dati è evidente come il 2017 sia stato un anno da record per le quotazioni in Borsa delle PMI, *trend* che ci si attende continui (e anzi si intensifichi) anche nel 2018, per effetto sia del rinnovato clima di fiducia delle imprese e degli investitori nella congiuntura economica nazionale, sia alla concomitanza di altri due fattori principali:

- il *boom* dei Piani Individuali di Risparmio (PIR);
- i nuovi incentivi alla quotazione delle PMI previsti dalla Legge di bilancio 2018.

Il boom dei Piani Individuali di Risparmio (PIR)

I PIR sono strumenti d'investimento introdotti con la Legge di stabilità 2017 (2) con l'obiettivo di far confluire parte dei risparmi degli italiani nelle piccole e medie imprese del Paese. Per questo i PIR devono investire i soldi dei risparmiatori almeno per il 70% in azioni o obbligazioni italiane (o di aziende europee con stabile organizzazione in Italia), e di questo 70%, il 30% (che equivale quindi al 21% del totale) in aziende medio-piccole (3).

Note:

(1) [Http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-11-08/investire-pir-come-fare-quando-conviene-e-possibili-rischi-202545.shtml?uuid=AEVjoA7C](http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-11-08/investire-pir-come-fare-quando-conviene-e-possibili-rischi-202545.shtml?uuid=AEVjoA7C).

(2) [Http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/12/21/16G00242/sg](http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/12/21/16G00242/sg).

(3) Già qualche mese fa *Il Sole - 24 Ore* analizzava il *boom* dei PIR nel 2017: "Sui Pir sono arrivati più soldi di quanto previsto. E promettono di raccogliere ancora tanto in futuro. Questa montagna di denaro è finita in parte su fette del mercato di Borsa da anni dimenticate: come l'AIM, cioè il listino di Piazza Affari dedicato alle piccole imprese. Questo ha causato un *rally* molto forte delle quotazioni all'AIM che era un listino poco performante in passato se confrontato con l'indice Ftse Mib delle grandi aziende. Nell'ultimo anno però il *rally* è stato

(segue)

Gli ultimi dati ufficiali di Assogestioni (Tavola 2) (4) riportano una raccolta dei PIR nei primi 9 mesi del 2017 pari a circa 7,5 miliardi di euro (di cui circa 5,2 miliardi di euro da fondi istituiti successivamente all'emanazione della normativa PIR), ovvero quasi la metà dei *target* prefissati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze al momento del lancio di questo strumento (tra i 16 e i 18 miliardi in 5 anni). Diverse fonti inoltre stimano che la raccolta complessiva dei PIR a fine 2017 si sia attestata intorno agli 11 miliardi di euro (5).

I nuovi incentivi alla quotazione delle PMI previsti dalla Legge di bilancio 2018

Oltre agli incentivi fiscali incorporati nei PIR (6), la Legge di bilancio 2018 ha introdotto ulteriori incentivi per le PMI che intraprendono un percorso di quotazione di Borsa.

Il comma 89 dell'art. 1 della Legge 27 dicembre 2017, n. 205 prevede infatti che alle PMI che "iniziano una procedura di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro dell'Unione Europea o dello Spazio economico europeo è riconosciuto, nel caso di ottenimento dell'ammissione alla quotazione, un credito d'imposta, fino ad un importo massimo nella misura di 500.000 euro,

del 50% dei costi di consulenza sostenuti fino al 31 dicembre 2020, per la predetta finalità" (7).

Gli scenari per le PMI ad alto potenziale di crescita

Nei prossimi mesi i due fenomeni descritti, unitamente all'andamento generalizzato positivo del sistema imprenditoriale, fungeranno sicuramente da acceleratore per la quotazione sul mercato AIM di nuove PMI alla ricerca di capitali per finanziare i propri piani di espansione. D'altro canto, l'assenza di requisiti minimi dimensionali (e la leggerezza dei requisiti di ammissione in generale) rischia di far avvicinare al mercato imprese che non sono affatto

Note:

(continua nota 3)

consistente: da gennaio l'AIM ha registrato una *performance* quasi doppia rispetto al listino principale. Questo è un rischio: se non aumenteranno le aziende quotate, non si può escludere che all'AIM si crei una bolla speculativa dovuta a troppi soldi caduti su un mercato troppo piccolo".

(4) Mappa trimestrale del Risparmio Gestito, 3 Trimestre 2017, Assogestioni.

(5) <https://www.milanofinanza.it/news/pir-per-equita-arriveranno-a-11-miliardi-di-raccolta-nel-2017-201711221247348455>.

(6) Ovvero la totale detassazione sia della tassa di successione che del *capital gain* per gli investitori che mantengono i PIR per almeno 5 anni.

(7) <http://www.borsaitaliana.it/notizie/focus-small-cap/strumenti/pmi-incentivi-quotazione.htm>.

Tavola 1 - Performance 2017 degli indici di Borsa

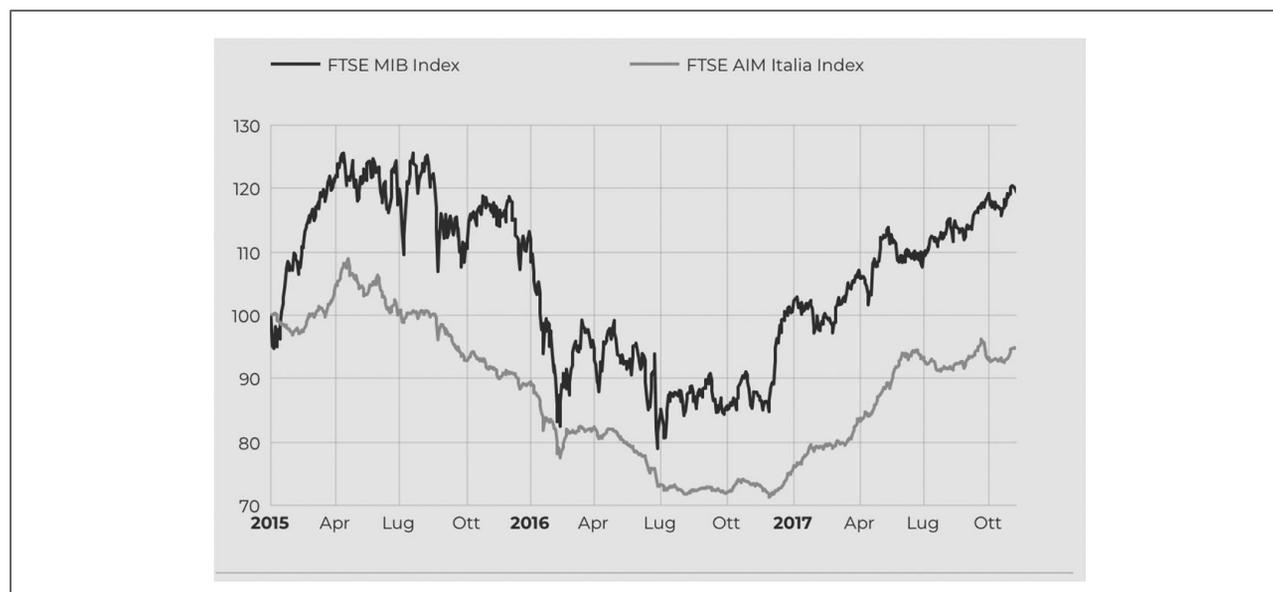


Tavola 2 - Raccolta netta dei PIR nel 2017

	Sintesi							
	Raccolta netta (promosso)			Numero Fondi		Patrimonio promosso		
	3 ° Trim. 2017	2 ° Trim. 2017	Da inizio anno	Settembre 2017		Settembre 2017		
	Mln euro	Mln euro	Mln euro	N.ro	in %	Mln euro	in %	
TOTALE	2.210,4	4.267,9	7.541,9	56	100,0%	12.226	100,0%	
Fondi di nuova istituzione [N]	1.768,5	3.038,2	5.202,9	34	60,7%	5.351	43,8%	
Fondi pre-esistenti [P]	441,9	1.229,7	2.339,0	22	39,3%	6.875	56,2%	
<i>Pre-esistenti (dato a fine dic 2016)</i>						3.884		
AZIONARI	294,9	731,6	1.407,1	23	41,1%	4.273	34,9%	
AZ. ITALIA	294,9	731,6	1.407,1	23	41,1%	4.273	34,9%	
BILANCIATI	1.414,5	2.524,0	4.329,7	23	41,1%	4.471	36,6%	
BILANCIATI AZIONARI	52,1	107,4	192,1	2	3,6%	200	1,6%	
BILANCIATI	532,6	603,3	1.260,1	9	16,1%	1.334	10,9%	
BILANCIATI OBBLIGAZIONARI	829,8	1.813,3	2.877,5	12	21,4%	2.937	24,0%	
OBBLIGAZIONARI	14,7	33,1	43,6	2	3,6%	160	1,3%	
OBBL. ITALIA	- 2,1	6,6	4,6	1	1,8%	73	0,6%	
OBBL. MISTI	16,8	26,4	39,0	1	1,8%	87	0,7%	
FLESSIBILI	486,3	979,2	1.761,4	8	14,3%	3.322	27,2%	

pronte a intraprendere un percorso del genere. La definizione stessa del mercato AIM è una dichiarazione d'intenti inequivocabile: "AIM Italia è il mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita".

Da un punto di vista aziendalistico, si potrebbero definire PMI "ad alto potenziale di crescita" quelle imprese che hanno già *performance* positive, ma che nel prossimo futuro potranno migliorarle di molto attraverso l'attuazione di un piano strategico improntato su:

- espansione del fatturato attraverso le linee esterne, ovvero l'acquisizione di aziende appartenenti allo stesso settore o a settori sinergici;
- sinergie per effetto di economie di scala legate alla crescita e di ottimizzazione dei processi interni.

Le scelte per finanziare progetti aziendali di questa natura passano generalmente attraverso due tipologie di operazioni straordinarie (Tavola 3): l'apertura del capitale a investitori istituzionali (*Private Equity*) o al mercato (quotazione in Borsa).

Questa seconda strada, in passato riservata ad aziende di grandi dimensioni, oggi è molto più accessibile anche per le piccole e medie imprese,

e offre a queste nuove opportunità di accedere al capitale senza essere soggette a operazioni di *build-up*, di rispetto di patti di co-vendita o di rivendita della quota ad altri fondi, tipiche delle operazioni di *way-out* del *Private Equity*.

La quotazione sull'AIM

Le nuove opportunità offerte alle PMI

I principali vantaggi offerti alle PMI dalla quotazione sul mercato AIM Italia sono i seguenti:

- flessibilità regolamentare per le PMI: AIM Italia si basa su un regolamento flessibile, concepito per offrire un percorso semplificato alla quotazione e al tempo stesso adempimenti *post-quotazione* calibrati sulla struttura delle piccole e medie imprese;

- centralità del *Business Advisor* e del *Nomad*: il *Business Advisor* svolge l'attività di fattibilità, si affianca all'imprenditore e ai *manager*, accompagna l'azienda al mercato e la supporta lungo tutto il percorso di crescita verso la generazione di valore; il *Nomad* (*Nominated Advisor*) è invece una figura istituzionale che gestisce la fase tecnica di ammissione e affianca l'azienda per tutta la permanenza sul mercato;

Tavola 3 - Scelte di finanziamento per le PMI ad alto potenziale di crescita

Ambiti delle PMI	Private Equity	Quotazione in Borsa
<ul style="list-style-type: none"> ● Tipiche esigenze dell'imprenditore e dei soci 	<ul style="list-style-type: none"> ● <i>Turnaround</i> ● Mancanza di successione ● Scarsa managerialità dell'azienda ● Esigenza di fare cassa da parte dell'imprenditore 	<ul style="list-style-type: none"> ● Continuità gestionale dell'imprenditore e della famiglia ● Mantenimento del controllo ● Bisogno di capitale per crescere velocemente ● Fonte di finanziamento continua ● <i>Engagement</i> dei <i>manager</i> aziendali
<ul style="list-style-type: none"> ● <i>Exit</i> atteso per l'investitore 	<ul style="list-style-type: none"> ● Vendita ad azienda più grande ● Vendita ad altro fondo (<i>build-up</i>, ...) 	<ul style="list-style-type: none"> ● Vendita sul mercato delle azioni da parte dei sottoscrittori
<ul style="list-style-type: none"> ● Criticità 	<ul style="list-style-type: none"> ● Ritorno di 2,5 volte nel giro di tre anni per il <i>private equity</i> e quindi <i>push</i> sul valore a breve ● Perdita del controllo della impresa da parte dell'imprenditore 	<ul style="list-style-type: none"> ● Costi di accesso superiori al <i>private equity</i> ● Gestione della comunicazione al mkt

- requisiti di accesso semplificati rispetto al mercato principale: non è prevista una dimensione minima in termini di capitalizzazione e, per quanto riguarda il flottante, è sufficiente una soglia minima del 10%. Non sono previsti requisiti particolari in tema di *corporate governance*, così come non sono previsti requisiti economico-finanziari specifici (Tavola 4);
- rapidità e costi contenuti: i tempi e i costi per l'accesso al mercato AIM sono decisamente inferiori rispetto a quelli necessari per quotarsi sul mercato principale, assicurando al contempo trasparenza e liquidità per gli investitori;
- visibilità internazionale: le imprese potranno accedere a un mercato realmente globale, beneficiando di visibilità internazionale e godendo della credibilità conquistata dall'AIM inglese e dai mercati di Borsa Italiana.

I requisiti per un collocamento di successo

Anche se, come si è detto, i requisiti di accesso al mercato AIM sono semplificati rispetto a quelli richiesti dai mercati principali, è possibile desumere dalle quotazioni recenti quanto meno i seguenti fattori critici per un collocamento di successo:

- avere una *equity story* di successo: storia dell'azienda, punti di forza, posizionamento competitivo, opportunità del mercato e *performance* economiche - finanziarie avute nel tempo;
- disporre di "potenziale inespresso" nei dati economico-finanziari, ma presente in azienda

e di prossimo utilizzo (il c.d. capitale intangibile), che deve essere adeguatamente valorizzato all'interno del piano strategico e organizzativo (8);

- presentare un progetto chiaro e sostenibile per l'impiego previsto del denaro raccolto sul mercato e con chiare correlazioni con la generazione di valore;
- proporre un *pricing* adeguato: chi compra sa che dovrà mantenere il titolo in portafoglio per un periodo temporale più lungo e pertanto comprerà a sconto in fase di IPO;
- possedere un *Equity Value* almeno superiore ai 15 milioni di euro;
- mettere a disposizione un flottante iniziale pari almeno al 10% per aziende con *Equity Value* fino a 30 milioni di euro, almeno al 7,5% per *Equity Value* intorno ai 40 milioni di euro e almeno al 5% per *Equity Value* superiore ai 50 milioni di euro.

Gli attori coinvolti

I *player* che è indispensabile coordinare per svolgere un collocamento di successo sono fondamentalmente i seguenti:

- *business advisor*: sono i consulenti di *business* dell'azienda, quelli che fanno la valutazione iniziale di fattibilità della possibile quotazione e che affiancano l'imprenditore e

Nota:

(8) Si veda in merito: M. Lazzari - D. Mondaini - I. Valmori, "La valorizzazione degli *asset* intangibili nei piani aziendali: il caso Image Line", in *Amministrazione & Finanza*, n. 11/2016.

Tavola 4 - Mercati MTA e AIM a confronto

Requisiti formali per la quotazione	MTA		AIM
	MTA -STAR	MTA – STANDARD	
Market Cap	▪ Minimo 40 mil €	▪ Minimo 40 mil €	▪ Nessun requisito
Flottante in ingresso	▪ 35%	▪ 25%	▪ 10%
Documentazione	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Prospetto informativo ▪ Ultimi 3 bilanci certificati (IAS) ▪ Memorandum su controllo di gestione ▪ Compliance governo soc. con codice di autodisciplina ▪ Business Plan (schema Borsa) ▪ QMAT ▪ Doc. valutazione e analisi finanziaria sponsor 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Prospetto informativo ▪ Ultimi 3 bilanci certificati (IAS) ▪ Memorandum su controllo di gestione ▪ Compliance governo soc. con codice di autodisciplina ▪ Business Plan (schema Borsa) ▪ QMAT ▪ Doc. valutazione e analisi finanziaria sponsor 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Documento di ammissione (Prospetto informativo nel caso di collocamenti rivolti a investitori retail) ▪ Ultimo bilancio certificato IFRS o criteri italiani
Dati economico finanziari trimestrali	▪ Entro 45gg da chiusura del trimestre	▪ Entro 45gg da chiusura del trimestre	▪ No
Dati economico finanziari semestrali	▪ Entro 60gg da chiusura semestre	▪ Entro 60gg da chiusura semestre	▪ Si entro tre mesi dalla chiusura del semestre
Dati economico finanziari annuali	▪ Entro 120gg da chiusura esercizio	▪ Entro 90gg da chiusura esercizio	▪ Si entro sei mesi da chiusura esercizio
Soggetti Coinvolti	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Financial Advisor ▪ Global Coordinator ▪ Sponsor ▪ Specialista ▪ Consob e Borsa Italiana 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Financial Advisor ▪ Global Coordinator ▪ Sponsor ▪ Specialista ▪ Consob e Borsa Italiana 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Business Advisor ▪ Nomad ▪ Global Coordinator (Collocatore e Specialista)
Governance	▪ Codice autodisciplina	▪ Codice autodisciplina	▪ Nessun Vincolo
Investitori	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Professionali ▪ Retail 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Professionali ▪ Retail 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Professionali ▪ Retail
Altri adempimenti	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nomina Investor relation e Specialista ▪ Nomina amministratori indipendenti e comitati (rischi e remunerazione) ▪ Diffusione relazioni trim. entro 45 giorni 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nomina Investor relation e Specialista ▪ Nomina amministratori indipendenti e comitati (rischi e remunerazione) ▪ Diffusione delle relazioni trimestrali entro 45 giorni 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nomina Specialista (liquidity provider)
Tempi dal filing alla quotazione	▪ 2 mesi	▪ 2 mesi	▪ 10gg
Principale Responsabile	▪ Sponsor/ Global Coordinator, non obbligatorio dopo 12 mesi	▪ Sponsor/ Global Coordinator, non obbligatorio dopo 12 mesi	▪ NOMAD, obbligatorio sempre

il *management* durante la fase di quotazione e almeno per un periodo *post*-quotazione;

- *Nomad*: è la figura tecnica che conduce il percorso formale di quotazione e che assisterà l'azienda per tutta la sua vita sul mercato azionario. Gestisce la *due diligence* per verificare l'appropriatezza ed il successo del collocamento (9);
- *Global Coordinator*: cura gli aspetti di strutturazione dell'offerta, organizzazione dei *road-show* e gestione del *book-building*;
- società di revisione riconosciuta da Borsa Italiana che certifica i bilanci ed i legali dell'azienda per la *legal due diligence* (incaricati dal *Nomad*).

Il processo di quotazione: le fasi principali

Il percorso per quotarsi sul mercato dell'AIM segue due fasi (Tavola 5), una prima di fattibilità (1 mese), la seconda di Quotazione (circa 3 mesi). Tra la fase di fattibilità e quella di quotazione può essere inserita una fase di attuazione di azioni e/o progetti di miglioramento/*change management* al fine di presentarsi meglio sul mercato.

La fase di Fattibilità dura solitamente circa un mese e viene portata avanti dal *Business Advisor*, che effettua l'analisi di fattibilità del progetto e la predisposizione delle linee guida del *business plan* di espansione con l'eventuale verifica operativa dei tempi e del rischio associato.

Al termine dell'attività di fattibilità viene svolto un incontro in cui si verificano i risultati e si

prende la decisione sul percorso da seguire che può essere:

- procedere con il percorso di quotazione;
- attivare progetti di miglioramento al fine di mettere in grado la struttura di affrontare il percorso di quotazione esprimendo un valore superiore (per consolidare i risultati si deve ipotizzare un intervallo di almeno sei mesi);
- attivare le azioni di *change management* al fine di recuperare competitività e affrontare con maggior successo il progetto di quotazione (per consolidare il risultato è necessario ipotizzare un periodo di almeno un anno);
- chiusura del progetto per mancanza dei fondamentali.

Quindi il percorso di quotazione può durare da quattro mesi a più di un anno, a seconda del livello di adeguatezza dell'azienda al mercato dell'AIM.

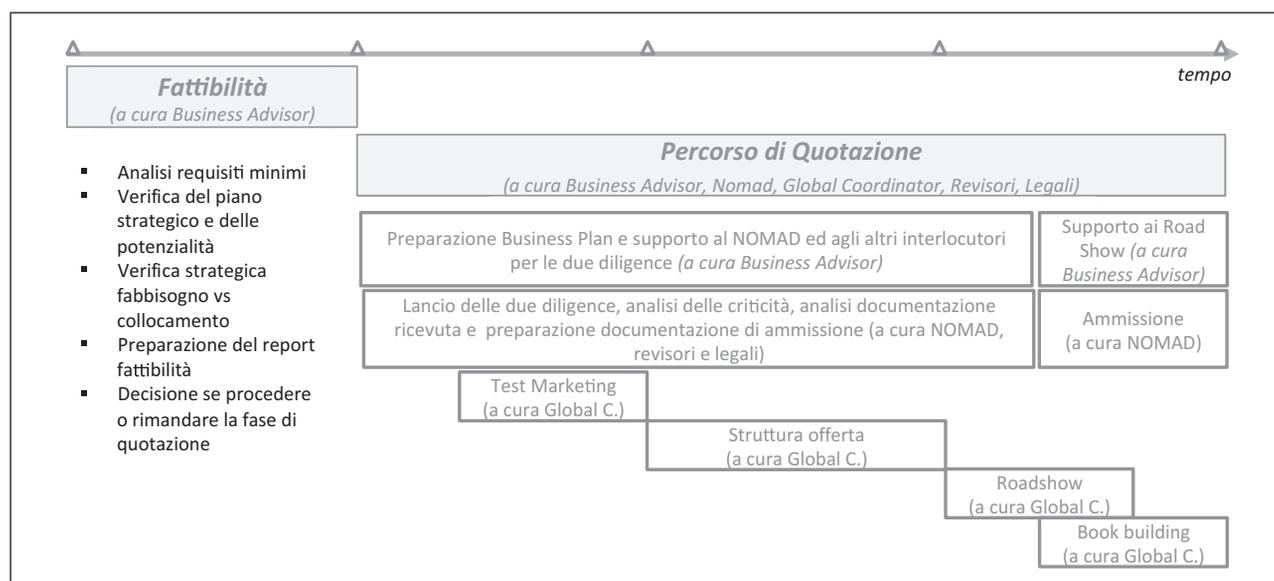
L'analisi di fattibilità iniziale come fattore chiave di successo

Se è vero che la fase di vera e propria quotazione è molto più snella rispetto a quella prevista per i mercati principali, a maggior ragione la fase iniziale di analisi di fattibilità riveste un ruolo

Nota:

(9) Si veda il Registro dei *Nomad*: http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/perche-aim-italia/registronomad_.pdf.htm.

Tavola 5 - Il processo da seguire per la quotazione sull'AIM



fondamentale nel determinare un collocamento di successo.

È in tale fase infatti che la PMI, coadiuvata dal *Business Advisor*, deve analizzare se esistono i requisiti di avvio immediato del percorso di quotazione o se questo deve essere avviato a valle di un piano di miglioramento/*change management*.

Le attività principali che vengono svolte in tale fase sono (Tavola 6):

- analisi degli equilibri economici e finanziari;
- analisi dell'*equity story*;
- analisi della struttura organizzativa e del *management*;
- analisi competitiva: posizionamento, *competitor*, *trend* del settore;
- analisi delle strategie (10) e delle opportunità di sviluppo;
- costruzione di un *report* di sintesi che metta in luce le criticità esistenti, la fattibilità del percorso di quotazione, le altre opzioni percorribili.

Se affrontata con l'attenzione, gli strumenti e le competenze adeguate, e il livello di approfondimento richiesto (paragonabile quasi a quello di una vera e propria *due diligence*), allora l'analisi di fattibilità può consentire di capire se l'impresa è veramente "ad alto potenziale di crescita", e soprattutto se tale potenziale può

essere espresso attraverso il percorso di quotazione sull'AIM.

In caso contrario, il rischio è quello di avvicinare al mercato un'impresa ancora acerba, con tutte le problematiche che questo potrebbe comportare: aumento dei tempi e dei costi del processo, bassa appetibilità per gli investitori e quindi basso valore raccolto, impatti negativi sulla reputazione aziendale, organizzazione a due velocità (scollamento tra il *management* e il resto dell'organizzazione), difficoltà a raggiungere gli obiettivi promessi al mercato nei tempi e nell'entità economica e finanziaria, difficile creazione di valore aziendale, difficoltà a proseguire con aumento del flottante o a valutare passaggio successivo all'MTA.

Le PMI dell'Emilia Romagna ad alto potenziale di crescita

Negli ultimi mesi il Centro Studi Mondaini Partners ha avviato un Osservatorio finalizzato

Nota:

(10) la presenza di un progetto strategico adeguato e sostenibile è naturalmente un pre-requisito fondamentale, senza il quale non ha alcun senso parlare di percorsi di quotazione.

Tavola 6 - L'analisi di fattibilità iniziale

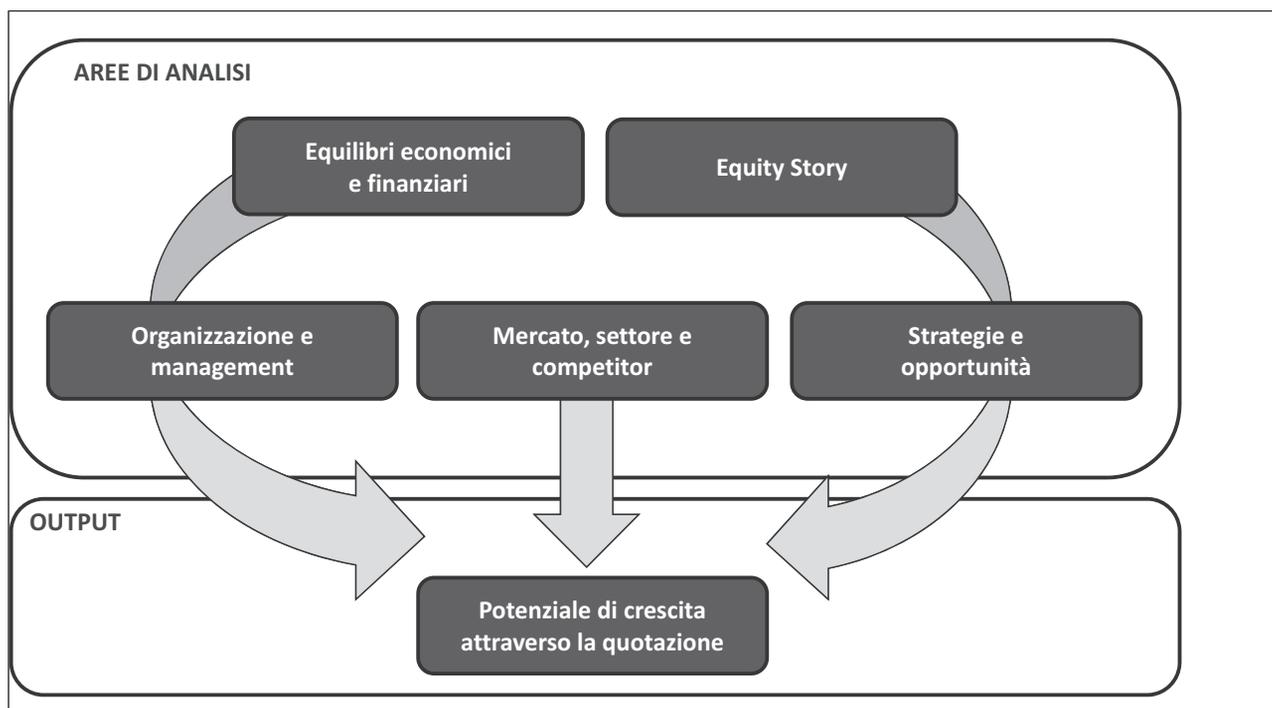
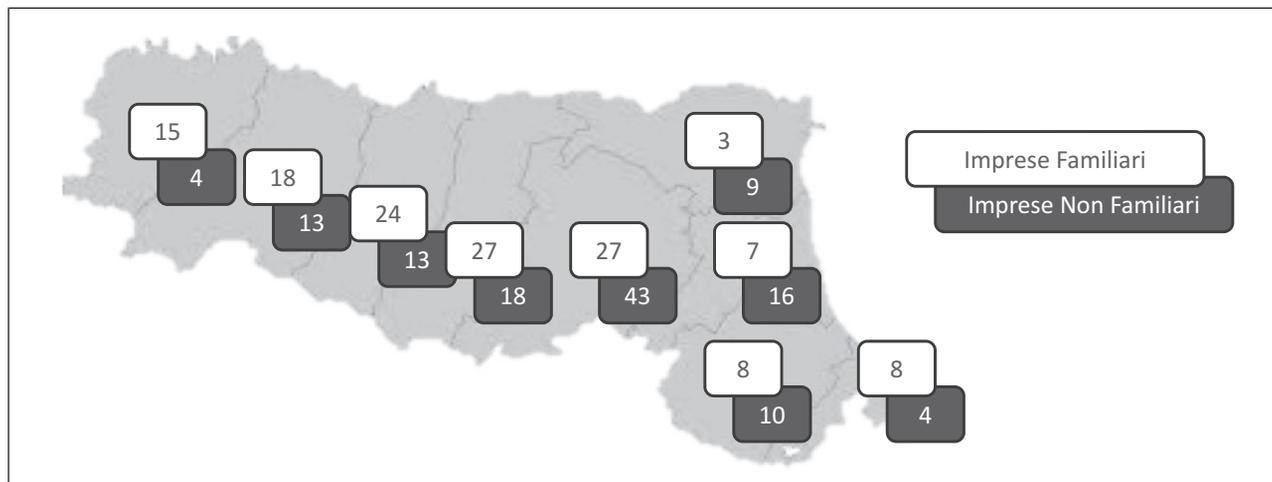


Tavola 7 - Le PMI dell'Emilia Romagna ad alto potenziale di crescita attraverso la quotazione sull'AIM



a identificare le PMI con sede in Emilia Romagna ad alto potenziale di crescita.

In base a specifici parametri economico-finanziari (11) è stato selezionato un campione di 267 PMI, suddivise tra 137 PMI familiari e 130 PMI non familiari, che potrebbero presentare i requisiti descritti in precedenza per un collocamento di successo sull'AIM (Tavola 7).

È all'interno di tale campione che riteniamo si trovino le imprese potenzialmente già pronte per valutare un percorso di questo tipo, e nei prossimi mesi si cercherà di affinare la selezione prendendo in considerazione anche gli elementi di valutazione più qualitativi (*equity story*, caratteristiche del mercato e del settore, struttura organizzativa), al fine di identificare le future *Blue Chip* italiane.

Conclusioni

Oggi più che mai, il mercato dei capitali si sta aprendo a tutto quel segmento di piccole e medie imprese che in passato erano rimaste escluse, per questioni di requisiti dimensionali, costi e complessità del percorso di quotazione. Anzi, attraverso strumenti quali i PIR e nuove agevolazioni fiscali, si sta cercando di incentivare sempre di più le PMI ad avvicinarsi alla quotazione in Borsa.

Uno scenario di questo tipo, se da un lato rappresenta una nuova opportunità, dall'altro può presentare anche dei rischi per una PMI che decida di intraprendere un percorso di questo tipo senza essere "pronta", dal punto di vista dei fondamentali economico-finanziari, della

struttura organizzativa e manageriale, del posizionamento competitivo.

Diventa quindi fondamentale, per mitigare tali rischi, che l'impresa vi si approcci solo dopo un'accurata analisi di fattibilità, condotta con gli strumenti, le metodologie e le competenze adeguate, finalizzata a capire se è già matura per presentarsi al mercato o se, invece, sia opportuno progettare e realizzare prima un piano di miglioramento organizzativo o di *change management*.

Nota:

(11) Fatturato superiore ai 10 milioni di euro, *Equity Value* superiore ai 20 milioni di euro (fonte Bureau Van Dijk).