

Bio-on S.p.A.: Una Parmalat a Bologna?

Equity Report by Quintessential Capital Management

Venerdì 19 luglio 2019



Table of Contents

Disclaimer	3
Bio-on S.p.A.: Una Nuova Parmalat a Bologna?.....	4
Sommario	4
Quintessential e i nostri obiettivi	5
L'improbabile scienza di Bio-on	6
Contabilità Bio-on: criticità e violazioni del codice civile	8
Costi gonfiati e assenza di mercato.....	13
Dubbi sull'impianto di Castel San Pietro Terme	16
Parole parole parole... ..	18
Transazioni sinistre?	21
Situazione finanziaria Bio-on: un castello di carta?	24
Conclusione.....	25

Disclaimer

Il presente documento (“Documento”) è stato realizzato da QCM sulla base di informazioni e documenti pubblicamente disponibili. Il Documento non pretende di essere esaustivo e accettando la consegna/la visione dello stesso, il destinatario riconosce la propria responsabilità (i) nel condurre la propria attività di analisi e (ii) nella formazione di una propria opinione circa le entità menzionate nel documento. Il presente Documento è stato predisposto unicamente per fini informativi e non costituisce proposta, sollecitazione o raccomandazione a operare alcun investimento, né dovrà essere interpretato in tal senso. In particolare, il Documento non costituisce un’offerta o un invito ad acquistare o sottoscrivere strumenti finanziari. Il contenuto del presente Documento è puramente informativo e la natura dei dati in esso contenuti è meramente provvisoria. QCM non fornisce alcuna garanzia circa la completezza, l’accuratezza e la correttezza delle informazioni, delle previsioni o dei pareri ivi espressi. QCM e i suoi collaboratori, pertanto, non potranno essere ritenuti responsabili in alcun modo per qualsiasi conseguenza derivante, direttamente o indirettamente, dalla lettura, dall’elaborazione e/o dalla valutazione del presente Documento e/o da qualsiasi evento allo stesso riconducibile. In nessun caso QCM è responsabile di alcun eventuale costo o spesa sostenuta in relazione a qualsiasi valutazione e/o indagine o per eventuali altri costi e spese sostenute da eventuali controparti in relazione ad operazioni su strumenti finanziari ivi menzionati. Benché l’elaborazione del Documento sia stata effettuata con cura e diligenza, QCM non fornisce garanzia circa la completezza, accuratezza e correttezza delle informazioni, previsioni o pareri ivi espressi. Alcune parti del Documento contengono affermazioni con previsioni a lunga scadenza, che rappresentano stime soggette a rischi o incertezze e che, pertanto, potrebbero differire, anche sostanzialmente, dai risultati futuri. Le informazioni contenute nel presente Documento possono essere soggette a modifiche senza la necessità che QCM fornisca alcuna informativa in merito ai destinatari del presente Documento; inoltre, QCM precisa che i rendimenti e i risultati relativi a dati passati non sono indicativi di risultati futuri.

**QUINTESSENTIAL ha un interesse economico nella discesa del prezzo del titolo
menzionato in questo documento. Tale interesse può cambiare senza preavviso.**

Bio-on S.p.A.: Una Parmalat a Bologna?

Sommario Esecutivo

Quintessential Capital Management (QCM) ha completato la sua indagine approfondita su Bio-on S.p.A., società con sede a Bologna operante nel settore della bioplastica e quotata sul mercato AIM. Dopo una meticolosa raccolta e analisi di informazioni, **siamo giunti alla opinione che Bio-on sia un “castello di carte”, uno schema concepito dal management per arricchirsi sulle spalle degli azionisti.** All'apparenza un'azienda di successo, con fatturato e profitti in crescita, la **Bio-on sarebbe in realtà una grande bolla, basata su tecnologia improbabile, con fatturato e crediti essenzialmente “simulati”** grazie ad un network di **scatole vuote**. Nonostante annunci altisonanti e progetti ambiziosi, diversi anni dopo la sua costituzione **Bio-on non ha ancora prodotto né venduto nulla** in quantità significative, se non a scatole vuote da sé controllate o affiliate. Delle molte fabbriche annunciate negli anni, solamente una è stata realizzata, a prezzi esorbitanti e **sembrerebbe non essere ancora completata o in produzione**. La **situazione finanziaria reale risulta precaria e la contabilità presenta serie irregolarità**. Considerati i fatti nel suo insieme, riteniamo che la situazione di Bio-on sia **insostenibile e che la società sia presto destinata al collasso totale**.

Attenzione: il testo contiene [collegamenti ipertestuali](#) e note a piè pagina importanti, ne suggeriamo la consultazione durante la lettura.

Quintessential e i suoi obbiettivi

Siamo un fondo di investimenti americano con sede a New York. La nostra attività principale consiste nell'**individuare, indagare ed esporre al pubblico situazioni catastrofiche** e nascoste in società quotate, come la **frode, la condotta criminale** o i modelli di **business fallimentari**.

Utilizziamo tecniche investigative all'avanguardia e interveniamo solamente dopo aver acquisito una **mole informazioni schiaccianti** per confermare le nostre tesi. Dal 2015 abbiamo portato a compimento sette operazioni contro varie società disoneste con un **tasso di successo pari al 100%**¹. Nel maggio dello scorso anno, ad esempio, la nostra attività contro il gigante greco “Folli Follie” ha portato al collasso e al de-listing del titolo in sole tre settimane, nonché allo smascheramento di una frode multimiliardaria. Lo scorso dicembre la nostra azione contro Aphria, società canadese nel settore della cannabis con una capitalizzazione di oltre \$4 miliardi, ha portato al collasso immediato del titolo e al licenziamento di tutto il consiglio di amministrazione. Nel 2015 il nostro report intitolato “Una Parmalat Greca” sulla Globo Plc ha portato alla sospensione immediata e permanente del titolo e alle dimissioni dell'esecutivo dopo sole 48 ore, con la piena confessione delle proprie responsabilità (l'evento è stato riportato anche sul quotidiano italiano “La Repubblica”).

Siamo una attività commerciale e lavoriamo a scopo di lucro. Tuttavia, crediamo fermamente nel carattere morale del nostro lavoro che ha l'effetto di rimuovere società disoneste dai mercati. Queste “mele marce” sottraggono risorse finanziarie e umane alle aziende legittime

¹ In praticamente tutti i casi le nostre tesi sono state confermate da inchieste ufficiali. In diversi casi il management delle società target e/o il consiglio di amministrazione è stato licenziato. In due casi le società hanno cessato di esistere settimane dopo il nostro intervento.

ed è logico mettere al corrente il pubblico il più velocemente possibile per limitare il numero di investitori e creditori coinvolti.

L'improbabile scienza di Bio-on

Per chiarificare la veridicità delle dichiarazioni del management della Bio-on a proposito della propria tecnologia, abbiamo consultato un numero consistente di scienziati, dirigenti affermati di società operanti nello stesso settore, consulenti e tecnici. La loro opinione, in alcuni casi basata su interazione diretta con la società, è stata fundamentalmente **unanime in un forte scetticismo circa le dichiarazioni della Bio-on**. In alcuni casi la tecnologia è stata definita addirittura “**assurda**” e le dichiarazioni del management “**farneticanti**”.

Senza entrare eccessivamente nei dettagli tecnici (alcuni documenti completi saranno comunque resi disponibile sul nostro sito internet), presentiamo le conclusioni più importanti tratte dalla nostra indagine:

1. *Il concetto è datato*: la tecnologia PHA è basata su una scoperta effettuata quasi un secolo fa nel 1926. La Bio-on sostiene di possedere un metodo innovativo per i processi di produzione del PHA, tuttavia i nostri esperti hanno espresso forti dubbi anche sulla validità di queste affermazioni, peraltro mai dimostrate in concreto.
2. *Il controllo della produzione è problematico*: i processi di produzione PHA sono altamente complessi e il “prodotto” finito incerto. Questo è perché le variabili nella chimica dei polimeri sono numerosissime e il controllo delle stesse diviene aleatorio, anche perché ha a che vedere con batteri e non con elementi inorganici. Gli esperti con i quali abbiamo discusso escludono che la Bio-on abbia risorse tali da poter gestire una operazione simile.

3. *Lo “scale-up” su scala industriale è problematico*: sebbene la produzione di piccole quantità (poche centinaia di cm³) di PHA sia più semplice, la fabbricazione di tonnellate di materiale presenterebbe difficoltà considerevoli per varie ragioni tecniche quali la contaminazione, la scelta e l'interazione dei diversi tipi di batteri, il controllo della temperatura, ecc.
4. *Dubbi circa la “biodegradabilità”*: diversi scienziati hanno messo in dubbio il concetto di biodegradabilità delle bioplastiche ²³ e sembra che l'impatto sull'ambiente possa essere, in molti casi, addirittura più nocivo di quello delle plastiche tradizionali.
5. *Numerosi fallimenti*: la produzione di PHA su scala industriale non è solo ambizione della Bio-on, ma è stata tentata da diversi gruppi industriali in passato, molti dei quali con risorse finanziarie, tecnologiche e scientifiche ben superiori (per esempio Zeneca, Monsanto e Metabolix hanno tentato e fallito nello svolgimento di un progetto analogo). Molti di questi tentativi non hanno avuto successo soprattutto per la difficoltà di trovare domanda per una plastica che risulta sensibilmente più cara di quella tradizionale⁴. Per esempio, la Metabolix è stata costretta a liquidare la propria attività dopo aver realizzato un impianto da 50,000 tonnellate di produzione proprio per mancanza di domanda. Il valore borsistico ai

² <https://www.nationalgeographic.com/environment/2018/11/are-bioplastics-made-from-plants-better-for-environment-ocean-plastic/>

³ <https://blogs.ei.columbia.edu/2017/12/13/the-truth-about-bioplastics/>

⁴ Fonte: intervista con vari CEO di società operanti nello stesso settore.

massimi raggiunse i \$500m, ma nel 2016 la società chiuse i battenti, liquidando brevetti e infrastrutture per soli \$10m.

6. *Mancanza di talento scientifico*: diversi esperti hanno fatto notare come la Bio-on non abbia talento scientifico sufficiente per intraprendere i progetti dei quali dichiara di interessarsi. Nel 2017, per esempio, l'organico contava solamente 17 persone, la maggior parte delle quali senza background scientifico⁵. Per esempio, Simone Begotti, “Chief Biologist” di Bio-on, non avrebbe neppure un dottorato di ricerca, ma solamente una semplice laurea in biologia.
7. *Mancanza di trasparenza*: diversi esperti hanno evidenziato la paucità di informazioni scientifiche che la Bio-on rivela al pubblico: le nostre richieste di chiarificazioni a riguardo sono state ignorate dalla società.

Contabilità Bio-on: criticità e violazioni del codice civile

Quintessential ha studiato attentamente la contabilità e i bilanci della Bio-on e delle sue società affiliate. Abbiamo anche consultato revisori legali esperti e richiesto una opinione formale a riguardo⁶. Le conclusioni della nostra indagine sono chiare e confermano i nostri timori: **la contabilità Bio-on risulta irregolare** e non riflette l'effettiva situazione della società. Presentandosi superficialmente come società solida, in forte crescita e con oltre €50m di vendite, la Bio-on in realtà ha un **fatturato ingannevole, costituito da “vendite” a società a sé affiliate o controllate**. Inoltre, **lo stato patrimoniale della Bio-on risulta a nostro avviso precario**, essendo

⁴Ultimamente la Bio-on ha sensibilmente ingrandito il suo organico, ma risulta ancora, per numero e per qualità, di molto inferiore a quello dei concorrenti.

⁶ Il documento al quale ci riferiamo è disponibile interamente sul nostro sito web www.qcmfunds.com

costituito soprattutto da crediti dalla dubbia recuperabilità⁷ e impianti realizzati con costi eccessivi che non sembrano economici visti i margini ottenibili sul mercato.

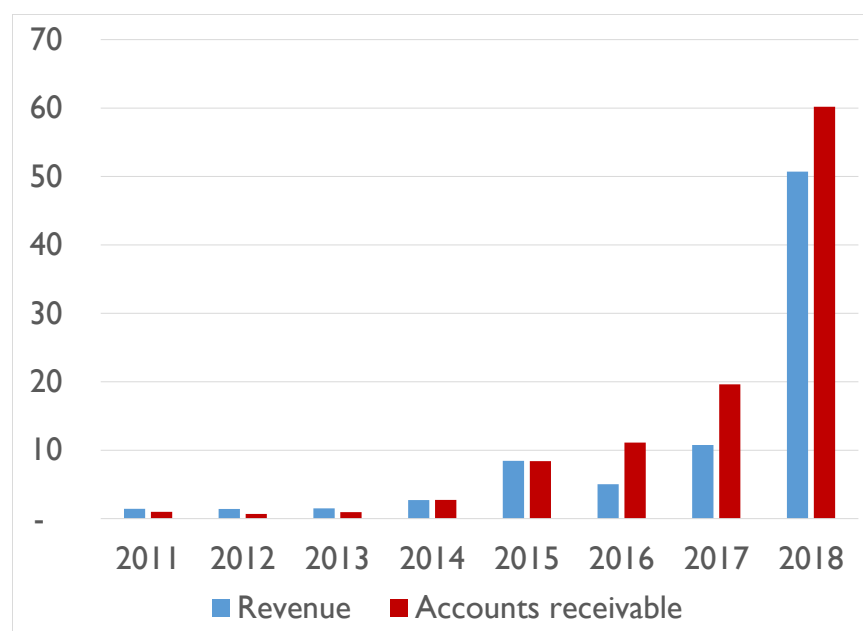
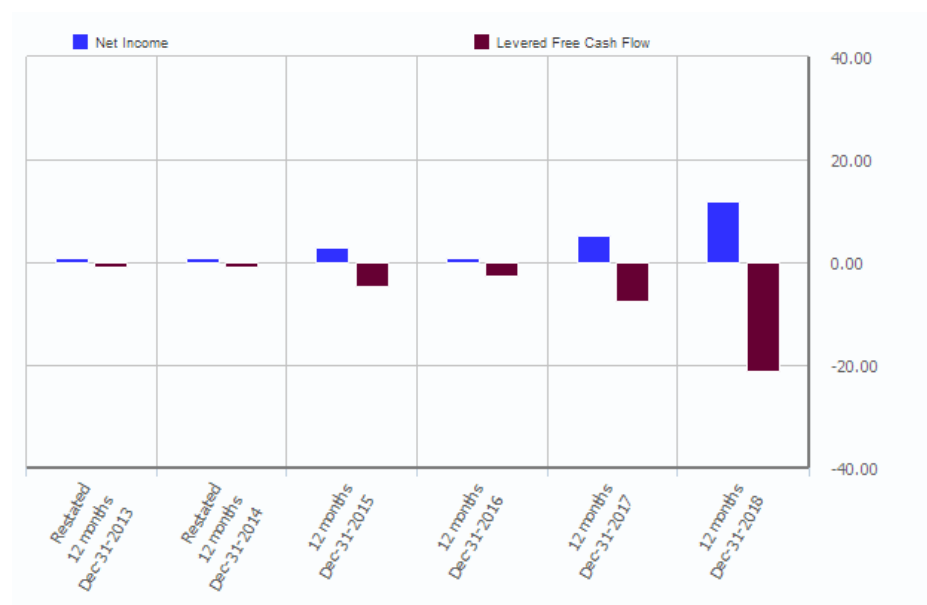
In pratica la Bio-on sembra generare fatturato attraverso la costituzione di una serie di **scatole vuote** alle quali “vende” la propria tecnologia sotto forma di licenze. Queste “scatole” sono in parte o totalmente controllate dalla Bio-on, ne condividono direttori e sedi legali e non sembrano avere **quasi nessuna operatività**, neppure anni dopo la loro costituzione. Per esempio, non hanno personale dedicato, non producono alcun prodotto ne vendono a terzi⁸.

Queste “scatole” acquistano licenze dalla Bio-on e le capitalizzano nell’attivo del bilancio, mentre Bio-on registra la vendita immediatamente sul proprio conto economico. Tuttavia, **il pagamento per le licenze non avviene** e il debito rimane aperto, in molti casi anche per anni⁹. Pertanto, i conti di Bio-on mostrano fatturato e utili in crescita, che **in realtà sono perlopiù inesistenti**. Questa situazione è palese osservando le forti disparità che esistono tra i profitti e i flussi di cassa e il livello dei receivables (crediti verso i clienti) rispetto alle vendite:

⁷ I crediti provengono da “scatole” senza vendite né produzione autonoma.

⁸ Se non in quantità trascurabili.

⁹ Recentemente, una parte minore dei crediti delle “scatole” sono stati incassati. Tuttavia, le “scatole” hanno utilizzato per saldare fondi ricevuti in gran parte dalla Bio-on come iniezione di capitale! In pratica, la Bio-on sta pagando sé stessa utilizzando fondi ottenuti dalle banche e dall’emissione di titoli.



La perizia contabile che abbiamo effettuato mostra anche violazioni degli articoli 2343 e 2343 bis Codice Civile a proposito della cessione e del conferimento delle licenze. Infatti, la Bio-on avrebbe dovuto seguire una certa procedura nell'assegnare il valore delle licenze cedute alle proprie partecipate, che invece sembrano aver ricevuto un valore arbitrario.

Il valore delle “vendite” e dei “crediti” di Bio-on ha subito un’impennata nel 2018, essendosi costituite diverse nuove scatole che hanno acquisito licenze Bio-on a ritmi esponenziali (al solito, alle vendite non sono seguiti pagamenti).

Riportiamo alcune società affiliate citate da Bio-on nel suo bilancio e i relativi ricavi e debiti:

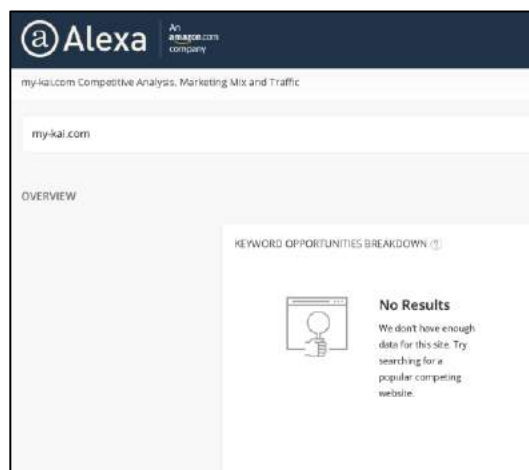
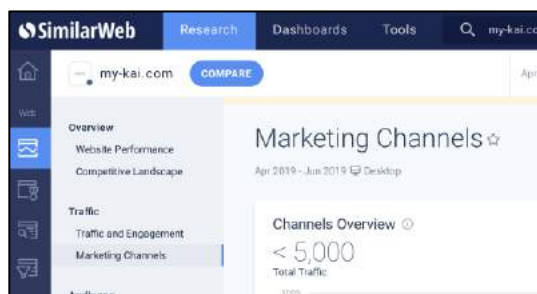
During the year we were entertained the following transactions with associated companies (joint venture):

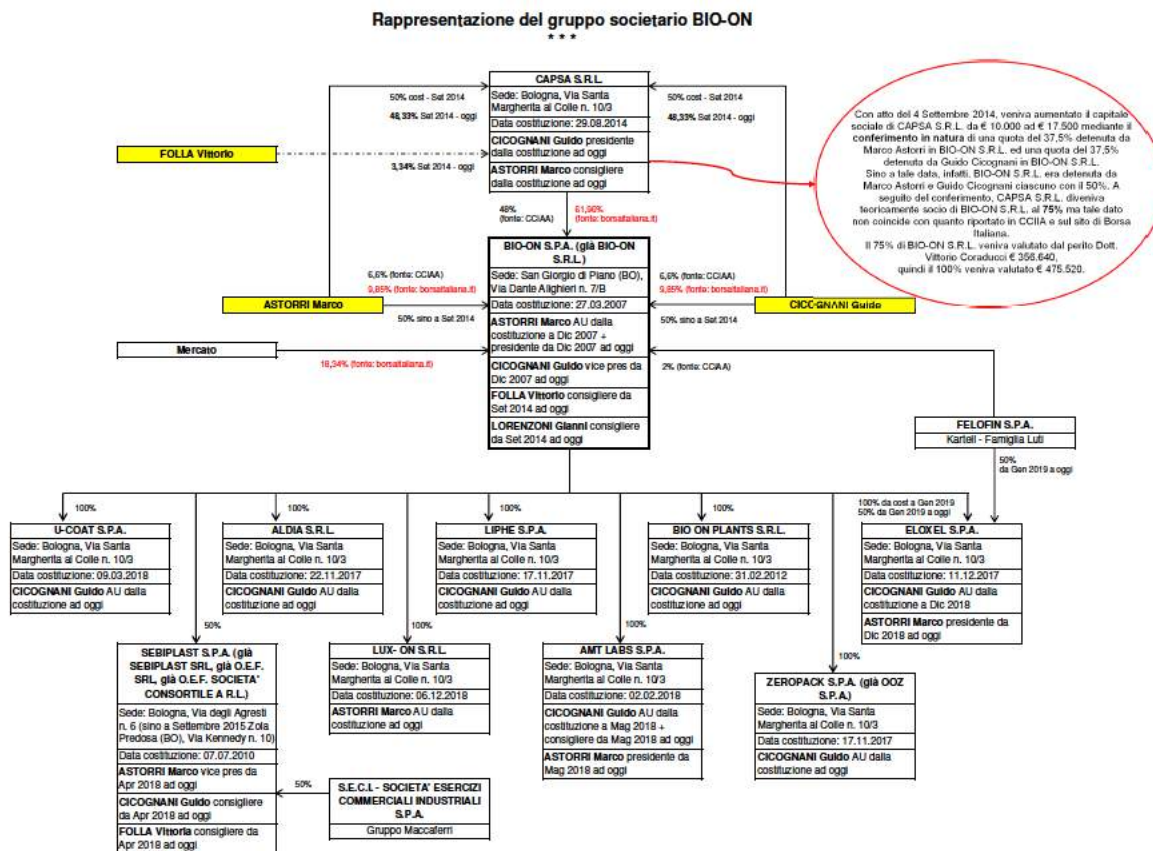
	Credits		Debts	
(EUR thousand)	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2017
B-Plastic Sas	2,750	2,750	-	-
Aldia SpA	10,004	-	-	-
Liphe SpA	6,004	-	-	-
Sebiplast Srl	652	-	-	-
AMT Labs SpA	7	-	-	-
Eloxel SpA	4	-	-	-
Zeropack SpA	11,715	-	-	-
U-COAT SpA	2,507	-	1,335	-
Total	33643	2,750	1,335	-

	Revenues		costs	
(In thousands of Euros)	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2017
B-Plastic Sas	-	-	-	-
Aldia SpA	10,003	-	-	-
Liphe SpA	6,003	-	-	-
Sebiplast Srl	270	-	-	-
AMT Labs SpA	6,006	-	-	-
Eloxel SpA	6,503	-	-	-
Zeropack SpA	10,000	-	-	-
U-COAT SpA	6,006	-	-	-
Total	44791	-	-	-

Abbiamo analizzato i bilanci di tutte le affiliate/”scatole” della Bio-on e concludiamo che **la stragrande maggioranza (o forse la totalità) dei ricavi e dei crediti derivi dalle stesse**. Non abbiamo rilevato tracce di produzione o vendite a terzi in quantità degne di nota. L’unica attività che sembra risultare effettivamente operativa è la collaborazione con la Unilever nella produzione delle creme solari My Kai. Le creme sono distribuite via Amazon.it, ma abbiamo verificato il numero di visitatori sul sito web del marchio e risulta inferiore alla soglia minima sia su

SimilarWeb sia su Alexa. Pertanto, riteniamo che le vendite del prodotto siano probabilmente ridottissime (questo ci è anche stato confermato direttamente dalla Unilever, che abbiamo contattato a riguardo).



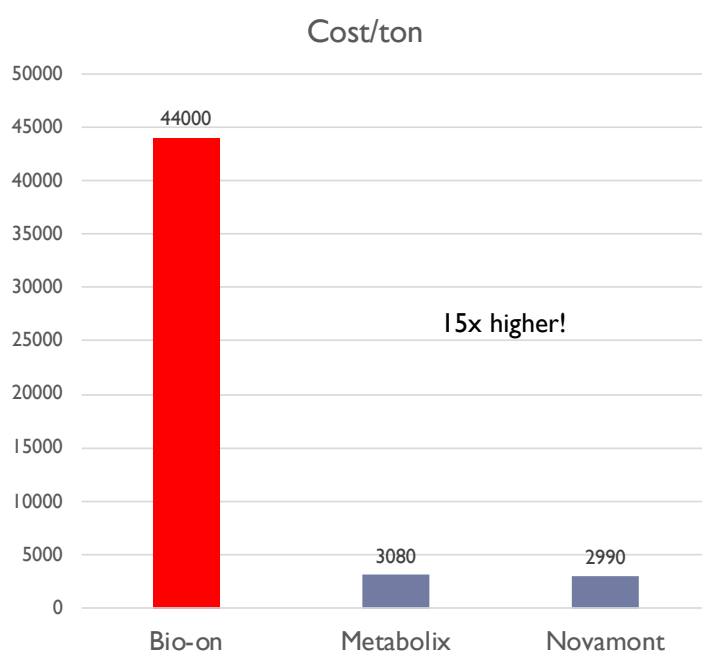


Costi sproporzionati e assenza di mercato

La Bio-on dichiara di aver completato nel 2018 la realizzazione di un impianto produttivo con capacità pari a 1000 tonnellate a Castel San Pietro Terme, nei pressi di Bologna. I costi inizialmente stimati per il progetto erano pari a circa €15m, mentre i costi finali sono risultati intorno ai €53m (€44m se escludiamo i brevetti). E' nostra ferma opinione, rafforzata da informazioni raccolte durante le nostre indagini, che tali costi siano pesantemente sproporzionati: primo perché molto più alti di quelli dei concorrenti in attività analoghe. Secondo, perché implicano un costo per kilo di plastica prodotta ampiamente superiore al prezzo ragionevolmente ottenibile sul mercato.

La tabella e il grafico sottostante raffrontano i costi Bio-on per la realizzazione di una tonnellata di capacità produttiva con quelli di due competitors: la Novamont e la Metabolix:

Company	Capacity (tons)	Cost (€m)	Cost/ton (€)
Novamont*	80,000	234	2,990
Metabolix	50,000	154	3,080
Bio-on	1,000	44	44,000



Appare evidente come i costi per la capacità produttiva Bio-on (€44,000/tonn) siano enormemente più alti di quelli dei due concorrenti (circa €3,000), per l'esattezza **ben 15 volte più alti**. Inoltre, notiamo come i costi dei concorrenti siano molto vicini tra loro, mentre quelli Bio-on sembrano rappresentare una anomalia.

C'è di più: le nostre fonti¹⁰ notano come il normale propilene sul mercato venda intorno ai \$2/kilo. Il prezzo della bioplastica potrebbe rendere un po' di più, ma probabilmente non oltre i \$4/5 al kilo. Considerati i costi di sviluppo dell'impianto di Castel San Pietro Terme, stimiamo che le spese operative di Bio-on si aggirino intorno ai \$6.5 per kilo di plastica. Considerati anche i costi fissi, i costi salgono circa a \$12.5 al kilo. Appare palese come sia estremamente difficile, o impossibile, vendere quantità industriali di prodotti con una base costi che risulta **circa sei volte superiore al costo del propilene** (basti pensare che la Metabolix è stata costretta a liquidare avendo una base costi intorno ai \$5, meno della metà di quelli Bio-on).

Un esperto¹¹ interpellato da Quintessential stima il valore di 1000 tonnellate di produzione di bioplastica (la capacità dell'impianto Bio-on) intorno ai €4m. Dal momento che l'impianto è costato oltre €40m e che ha una vita utile di 10 anni, **il valore della produzione non coprirebbe neppure le spese di sviluppo**. In basso le nostre stime circa i costi operativi e totali per un kilo di plastica Bio-on:

¹⁰ Fonte: intervista a esecutivi in società analoghe.

¹¹ Consultare il parere sul bilancio 2018 del revisore legale sul sito web www.qcmfunds.com

Production plant (Castel San Pietro Terme) economics	
	Actual
Facility cost	50,736,000
Useful life (years)	10
Depreciation cost	5,073,600
Staff per facility	10
Annual salary	47,900
Labour cost	479,000
Sugar beet/tonne	49.82
Capacity (tonnes/year)	1,000
Conversion factor	3
Sugar beet required (tonnes/year)	3,000
Feedstock cost	149,460
Total operating costs	5,702,060
Capacity (tonnes/year)	1,000
Capacity (kg/year)	1,000,000
Opex/kg EUR	5.70
EURUSD FX	1.13
Opex/kg \$	\$6.42
Total production costs	11,104,953
Capacity (kg/year)	1,000,000
"All in" expenses/kg	11.10
EURUSD FX	1.13
"All in" expenses/kg \$	\$12.50

Dubbi sull'impianto di Castel San Pietro Terme

I lavori per l'impianto Bio-on da 1000 tonnellate Di Castel San Pietro Terme sono cominciati a Settembre 2017 e si sarebbero conclusi, secondo la Bio-on, nell'autunno del 2018. Il costo finale è stato pari a circa €53m (brevetti e proprietà intellettuale inclusi), ovvero circa **tre volte superiore alle stime**.

Nel Gennaio 2019, una società di ricerca finanziaria contattata da Quintessential, ha prenotato una visita guidata all'impianto di Castel San Pietro Terme. Immediatamente prima dell'ora prestabilita, **la Bio-on ha disdetto la visita** citando ragioni poco convincenti. Il personale della società di ricerca si è comunque recato in loco e ha ispezionato e fotografato l'esterno dell'impianto visto dalla strada. Nonostante la struttura principale fosse evidentemente completata, vi erano i **segni inconfondibili di lavori ancora in corso**, quali impalcature, gru, cumuli di

materiali da costruzione e addetti ai lavori (un grande cartello all'entrata inoltre si riferiva alla fabbrica usando il termine "cantiere"). Quintessential ha visitato l'impianto il 27 Giugno 2019 (sei mesi più tardi) trovandolo in condizioni pressoché identiche:

17 Gennaio 2019



27 Giugno 2019





CARTELLO ALL'ENTRATA DELLE FABBRICA BIO-ON:

“Fermarsi in portineria prima di
entrare in cantiere per il
riconoscimento.”

**L'impianto Bio-on non è economicamente sostenibile e
sembra ancora incompleto!**

Pertanto, nutriamo seri dubbi se, circa nove mesi dopo la dichiarazione di “fine lavori”, l’impianto di Castel San Pietro Terme sia effettivamente completato e in produzione.

Parole parole parole...

Osservando il sito web della Bio-on, è palese a chiunque che si tratti di una società particolarmente “comunicativa”. La Bio-on infatti emette comunicati stampa “trionfali” con una certa frequenza, molti dei quali annunciano l’inizio di progetti ambiziosi e di collaborazioni con società di prestigio. Tuttavia, delle decine di progetti annunciati, ci sforziamo a trovare alcun progetto che sembri progredire in maniera significativa. Nella maggior parte dei casi che abbiamo esaminato, i progetti annunciati non vengono realizzati. In alcuni casi il progetto non viene più menzionato dalla società, mentre in altri porta alla costituzione delle “scatole vuote” che abbiamo visto in precedenza.

Per esempio, nel 2015 la Bio-on ha annunciato il progetto *Bioplastico Brasil* con il fondo brasiliano Moore Capital. Tale progetto prevedeva la realizzazione di un impianto da 10,000

tonnellate, un investimento pari a €80m, e l'acquisto di €5.5m in licenze Bio-on. Abbiamo contattato il socio fondatore della Moore Capital: stando alle sue dichiarazioni, la **Moore capital avrebbe pagato solamente €200k** dei €5.5m promessi e **l'impianto da €80m non è mai stato iniziato**, tantomeno completato. Inoltre, la Moore Capital dichiara di non avere le disponibilità finanziarie necessarie a completare il progetto¹².

Un altro esempio interessante è quello della *Sebiplast*, joint venture Bio-on/Maccaferri annunciata nel 2015. L'annuncio prevedeva la realizzazione di un impianto da €55m (5,000 tonn/anno) per la “produzione di bioplastica dal glicerolo”. Abbiamo consultato i bilanci di questa joint venture presso il Registro delle Imprese: dalla creazione nel 2015 al 2018 (data dei bilanci più recenti) **la Sebiplast non ha generato vendite**¹³ e **l'impianto annunciato non sembra essere stato neppure iniziato**¹⁴. Tuttavia, la Sebiplast conta in attivo circa €1.5m in licenze (presumibilmente “acquistate” dalla Bio-on) che **in quattro anni non sono ancora state pagate**. La recuperabilità di tali crediti è in forte dubbio anche perché la Maccaferri è attualmente **coinvolta in una procedura fallimentare**, con molte delle partecipate (inclusa la SECI, socia di Bio-On in Sebiplast) in concordato.

¹² Il titolare di Moore Capital sembrerebbe non avere le idee chiare su come ottenere i finanziamenti, citando, per esempio, una poco probabile quotazione in borsa.

¹³ Circa €7,000 – trascurabili.

¹⁴ Infatti a bilancio non risultano immobilizzazioni materiali.

Bilancio - SEBIPLAST S.P.A. 6/20/19, 9:54 AM

CONTO ECONOMICO		
	2018	2017
A) Valore della produzione	5.049	0
B) Costi della produzione	122.061	11.236
Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	-117.012	-11.236
C) Proventi ed oneri finanziari	-2.137	1
D) Rettifiche di valore di attivita' e passivita' finanziarie	0	0
risultato prima delle imposte (A-B+-C+-D)	-119.149	-11.235
Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	-11.443	0
Utile (perdita) dell'esercizio	-107.706	-11.235

Importi espressi in euro.

v.2.6.2 SEBIPLAST S.R.L.

Conto economico micro		31-12-2017	31-12-2016
Conto economico			
A) Valore della produzione			
5) altri ricavi e proventi			
altri		0	1.930
Totale altri ricavi e proventi		0	1.930
Totale valore della produzione		0	1.930

Situazione analoga con la B-Plastic, joint venture tra Bio-on e la cooperativa francese Cristal Union, annunciata nell'agosto 2015 e che prevede la realizzazione di un impianto per €70m. Abbiamo visionato i bilanci aggiornati della B-Plastic e notato come, ben quattro anni dopo la formazione, la **società mostri ancora un fatturato pari a zero** e immobilizzazioni materiali inferiori a €1.5m, lontane dai €70m annunciati¹⁵.

Compte de Résultat (Première Partie)

B-PLASTIC

Période du 01/02/18 au 31/01/19
 Edition du 17/02/19
 Tenue de compte EURO

RUBRIQUES	France	Export	Net (N) 31/01/2019	Net (N-1) 31/01/2018
Ventes de marchandises Production vendue de biens Production vendue de services Chiffres d'affaires nets				
Production stockée Production immobilisée Subventions d'exploitation Reprises sur amortissements et provisions, transfert de charges Autres produits			1	
PRODUITS D'EXPLOITATION			1	

In totale, abbiamo notato circa una ventina di progetti annunciati dalla Bio-on, ma non portati a compimento o neppure iniziati. Fra questi, oltre a quelli già citati, menzioniamo i seguenti:

- 2013: Rigenerazione ossea
- 2013: Sostituzione del metallo
- 2013: Collaborazione con “Magna”
- 2016: Bioplastica per combattere i tumori (!)
- 2016: accordo con “multinazionale” non-identificata

¹⁵ La Bio-on cita ritardi nello sviluppo del progetto a causa di intoppi burocratici nell'ottenimento dei permessi.

Alcuni di questi sono particolarmente bizzarri e improbabili. Per esempio, i progetti di natura medica notoriamente richiedono tempi di sviluppo lunghissimi (anche decenni) e investimenti miliardari. A nostro avviso tali comunicati vengono effettuati dalla Bio-on al puro scopo di suscitare interesse per il titolo.

Transazioni sinistre?

Notiamo come, in alcuni casi, le “joint venture” della Bio-on con alcune altre realtà industriali italiane, siano precedute da transazioni che ci sembrano sospette. In un caso, per esempio, la Bio-on ha ceduto una sua quota a una certa holding company ad un prezzo circa il 10% al di sotto del prezzo di mercato, in pratica “regalandole” quasi un milione di euro. Un anno dopo questa stessa società ha concluso una JV proprio con la Bio-on.

In un altro caso, la Bio-on ha concesso un contratto di appalto per milioni di Euro ad una certa società Italiana: sei mesi dopo questa stessa società ha stretto un accordo di JV con la Bio-on.

C'è poi il caso interessante di **Banca Finnat**, che sembra essere l'unica banca a fornire analisi sul titolo Bio-on. Inoltre Banca Finnat avrebbe erogato una linea di credito a favore della Capsa, ovvero la holding company detenuta da Marco Astorri e Guy Cicognani (soci fondatori Bio-on). Ebbene, nel 2018 la Bio-on ha aperto altre due JV la Liphe S.p.A. e la Aldia S.p.A. Contrariamente agli altri comunicati stampa, dove la Bio-on sembra sempre pronta a menzionare la propria controparte, nel caso della Liphe e della Aldia il socio al 10% viene definito solamente “*un importante partner finanziario*”. Sul suo equity report anche Banca Finnat fa riferimento a quelle JV senza specificare il nome del partner. Quintessential ha consultato il Registro delle Imprese e ha verificato che **tale socio risulta essere proprio Banca Finnat!** Considerato il suo

rapporto di advisor e analista sul titolo Bio-on (e creditore della holding company Capsa dei manager) troviamo irregolare il fatto che la **Finnat non abbia rivelato un tale chiaro conflitto d'interesse**.

Infine, notiamo allarmati come il management di Bio-on, negli anni tra il 2015 e il 2017, abbia ceduto circa €21m di warrants a 21 ignoti ad un **valore il 50% sotto al prezzo di mercato**, apparentemente “regalando” milioni di Euro a questi fortunati investitori. Nonostante le nostre richieste, la Bio-on si è rifiutata categoricamente di identificare i beneficiari di queste cessioni o anche di confermare che questi non abbiano nulla a che vedere con le controparti di Bio-on nelle “JV”. Temiamo che tali transazioni possano avere costituito una sorta di “incentivo nascosto” per indurre alcune controparti a “collaborare”.

Le Società Aldia S.p.A. e **Liphe** S.p.A., sono detenute per il 90% da Bio On, e per il 10% da un **importante partner finanziario**.

 **BANCA FINNAT**

**EQUITY COMPANY NOTE
UPDATE**

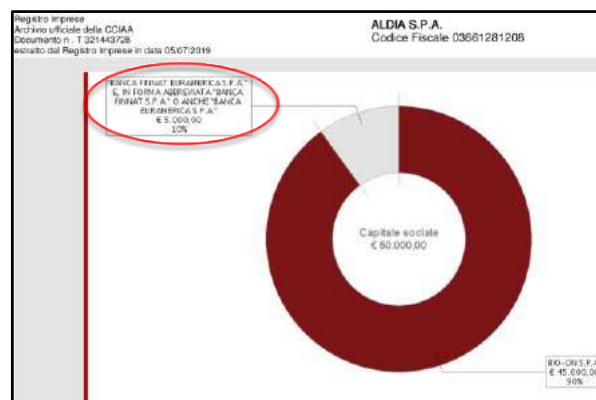
Conventional sun creams release many chemical substances into water and facilitate the growth of viruses. The new ingredients (micro powders made from biodegradable bioplastic microscopic spheres or capsules) will not only replace conventional microplastics but are also designed to significantly reduce the percentage of UV filters used in sun protection products and boost their water-resistance. The sun care sector is estimated to grow globally at an average annual rate of 5% in the period 2018-2022, taking 2.85 billion in sales by the end of the forecast period. Unilever will buy the production through sub-licenses and has options to acquire up to 100% of the company within a determined period of time.

➤ **Liphe S.p.A.**: 90% owned by the parent company and the remaining 10% owned by a financial partner (fully consolidated). Together with Aldia it develops, produces and sells PHAs for Unilever's oral care products. The microplastics widely used in the oral care sector will be increasingly banned in the coming years.

Liphe S.p.A.



Aldia S.p.A.



32

Situazione finanziaria Bio-on: un castello di carta?

Stando all'apparenza, la Bio-on godrebbe di fatturato e utili in crescita e di un indice debito/capitale intorno al 40%, mostrando quindi un profilo finanziario abbastanza sano. Tuttavia, è nostra ferma convinzione che tale **profilo sia profondamente fuorviante perché basato su numeri assolutamente non rappresentativi**. La solidità finanziaria di una società è funzione di due elementi fondamentali: la liquidità e la solidità del patrimonio. La Bio-on brucia cassa al ritmo di circa €21m all'anno e ha riserve di cassa e bond pari a soli €18m, ovvero sufficienti a meno di 12 mesi a questi ritmi. Il patrimonio netto, inoltre, è dubbio dal momento che cassa e bonds costituiscono solo il 22% degli attivi: il rimanente 78% è formato da crediti ai clienti (41%), dagli impianti (32%) e dalle immobilizzazioni immateriali (5%). Come abbiamo visto nelle sezioni precedenti, dubitiamo dei primi perché **le controparti sono perlopiù scatole vuote** senza prospettive di saldare i debiti autonomamente, dei secondi perché **realizzati con costi che ne rendono impossibile lo sfruttamento** con margini accettabili e dei terzi perché molti esperti hanno espresso **riserve sulla tecnologia Bio-on**. Pertanto, escludendo queste tre categorie,

abbiamo circa € 89m di passività, solamente € 18m di attività e flussi di cassa negativi al ritmo di € 21m l'anno: la Bio-on sarebbe quindi in serie difficoltà finanziarie e presto insolvente.

Conclusione

In anni di investigazioni e analisi finanziarie, la Quintessential ha raramente incontrato una situazione societaria e contabile comparabile a quella della Bio-on. Abbiamo di fronte una realtà dove **fatturato, impianti e crediti sono in realtà un castello di carte** costituito da una serie di **scatole vuote e modeste strutture** realizzate con costi totalmente non-economici. Dopo oltre sette anni di attività (cinque dei quali come quotata), la **Bio-on non sembra ancora essere riuscita a produrre nessun prodotto in quantità significativa o a vendere alcunché** al di fuori del suo network di scatole vuote. Nonostante questo, la società continua a vantare ai mercati vendite e utili in crescita esponenziale che sembrano molto improbabili: evidentemente la situazione è insostenibile e i nodi, prima o poi, arriveranno al pettine.

Come in diverse altre occasioni in precedenza, la Quintessential ha sentito il dovere di informare i mercati e le autorità di vigilanza a proposito di questa situazione, certi che la maggiore trasparenza aiuterà a rettificare la situazione.

QUINTESSENTIAL CREDE E SOSTIENE L'ECONOMIA "VERDE"

- Il nostro intervento è finalizzato alla trasparenza nei mercati.
- Siamo favorevoli all'ecologia e alle aziende oneste che operano nel settore green.
- Le imprese "disoneste" sottraggono risorse a quelle legittime.
- **Quintessential** si impegna a donare parte dei guadagni derivati da questa attività al **Marine Conservation Institute**



55

