

## *Position Paper*

### **“Da AIM a Euronext: prospettive del mercato italiano di crescita per le PMI”**

Milano, 20 settembre 2021

Sono intervenuti: **Giovanni Natali**, Presidente AssoAIM, **Mario Notari**, Presidente Comitato Scientifico AssoAIM, **Barbara Lunghi**, Borsa Italiana, **Carmine Di Noia**, Consob, **Stefano Bellavita**, Alantra, **Paola Maiorana**, KPMG, **Paolo Daviddi**, Grimaldi Studio Legale, **Nunzio Visciano**, Borsa Italiana, **Anna Lambiase**, Vice Presidente AssoAIM, **Riccardo Iacometti**, Farmaè, **Guido Cami**, ICF Group, **Gianfranco Bellin**, Gibus, **Federico Giroto**, Masi Agricola, **Vincenzo Polidoro**, Consigliere AssoAIM, **Luca Mori**, Algebris Investments, **Massimo Trabattoni**, Kairos Partners SGR, **Andrea Buragina**, Mediolanum Gestione Fondi SGR, **Gilles Guibout**, Axa Investment Managers, **Lukas Plattner**, ADVANT Nctm, **Marcello Bianchi**, Assonime, **Stefano Capiello**, Ministero Economia e Finanze, **Gianluigi Gugliotta**, ASSOSIM, **Andrea Vismara**, Equita Group, **Carlo Robiglio**, Presidente Piccola Industria e Vice Presidente Confindustria

## **Premessa e obiettivi del presente Paper**

Questo documento, sintesi e rielaborazione organica degli interventi al Convegno “Da AIM a Euronext: prospettive del mercato italiano di crescita per le PMI” organizzato da AssoAIM il 20 settembre 2021 in Borsa Italiana, vuole rappresentare una raccolta delle proposte di AssoAIM da sottoporre al Legislatore, a CONSOB, a Borsa Italiana ed alla comunità finanziaria nel delicato momento di passaggio da AIM Italia a Euronext Growth Milan.

Gli interventi in versione integrale sono disponibili sul sito di AssoAIM.

Il Convegno ha offerto un’occasione alla comunità finanziaria per ragionare sullo sviluppo di AIM Italia (dal 25 ottobre 2021 Euronext Growth Milan) all’interno della famiglia degli SME Growth Market del Gruppo Euronext.

Euronext Growth Milan rappresenta una storia di successo nell’*equity capital market* non solo domestico ma anche europeo e internazionale in cui l’intera comunità finanziaria italiana ha, sin dall’inizio, partecipato al suo sviluppo, collaborando alla definizione di regole e principi che rafforzino ulteriormente il mercato, a beneficio della crescita delle PMI e dell’economia del Paese.

Il gruppo Euronext supporta l’iniziativa degli SME Growth Market e partecipa attivamente alle discussioni a livello europeo e domestico, per incoraggiare la Commissione e il Governo a essere ambiziosi nello sviluppare questi mercati e dei loro ecosistemi a beneficio dell’accesso e della permanenza delle PMI nel mercato di capitali.

## **Cenni sul mercato AIM Italia (dal 25 ottobre 2021 Euronext Growth Milan)**

**Anna Lambiase, Barbara Lunghi**

Sui mercati di Borsa Italiana oggi sono quotate 275 PMI, intese come società che hanno una capitalizzazione di mercato inferiore a 500 milioni di euro, su un totale di 387 società per una capitalizzazione complessiva di 785 miliardi di euro (dati al 31 agosto 2021).

Se guardiamo alla ripartizione per fasce di market cap, vediamo che le PMI sono quotate sia sul mercato MTA (dal 25 ottobre 2021 Euronext Milan) che sul mercato AIM Italia (dal 25 ottobre Euronext Growth Milan).

Euronext Growth Milan si è indubbiamente consolidato negli anni come il mercato di riferimento per le PMI, guadagnando la fiducia di emittenti, investitori e operatori, grazie a un lavoro di squadra della comunità finanziaria, che supporta questo mercato e condivide con Borsa Italiana l'interesse a veder crescere le PMI, grazie all'accesso al mercato dei capitali.

**Al 25 novembre 2021 Euronext Growth Milan conta 163 società, vede 11 settori rappresentati, 9,6 miliardi di capitalizzazione aggregata.**

Euronext Growth Milan ha svolto e svolge un ruolo importante di acceleratore della crescita di molte società (PMI, scale-up, start-up che raccolgono capitali importanti, articolando l'offerta tra investitori domestici ed esteri) e di sbocco, in alcuni casi, nella quotazione sul mercato regolamentato. A fine agosto le 21 società che da Euronext Growth Milan sono passate al mercato Euronext Milan capitalizzano ben 11 miliardi di euro.

I capitali raccolti dalle società che si sono quotate dal lancio del mercato sono 4,5 miliardi, quasi interamente in aumento di capitale, a testimonianza della forte vocazione alla crescita di questo mercato e delle società che lo popolano.

Il numero di società quotate è costantemente cresciuto con un'accelerazione negli ultimi anni: dal 2018 il mercato ha registrato oltre 100 IPO. Anche nel 2020, nell'anno della crisi pandemica, il mercato non ha arrestato la propria crescita, le nuove quotazioni si sono interrotte solo nei mesi di aprile e maggio per poi ripartire con un secondo semestre brillante, grazie a processi di ammissione veloci e in grado di cogliere le finestre di mercato che si sono aperte per alcuni settori. Nel 2021 ci avviamo verso un anno dei record, caratterizzato da una *pipeline* estremamente robusta.

Secondo l'Osservatorio PMI, il giro d'affari complessivo del mercato Euronext Growth Milan per l'esercizio 2020 si attesta a 4,9 miliardi di euro; la distribuzione delle società per ricavi 2020 mostra l'82% delle società presenta ricavi inferiori a 50 milioni di euro, mentre il 5% superiori a 100 milioni di euro. Il 65% ha riportato un risultato netto positivo; 29 società hanno distribuito dividendi nel 2021, per un ammontare complessivo di 53,5 milioni di euro e un *dividend yield* medio pari al 2,1%.

Le società quotate su Euronext Growth Milan impiegano 19.600 dipendenti (147 il dato medio), con una crescita, in media, pari al 3% rispetto al 2019 e del +62% rispetto alla data di IPO.

Sul tema della *corporate governance*, in media il consiglio di amministrazione delle società Euronext Growth Milan è composto da 6 membri: come da regolamento, nel 100% dei CDA sono presenti amministratori indipendenti. Le società Euronext Growth Milan diverse board (almeno un amministratore donna) sono pari al 65% del mercato (61% nel 2020) e mostrano una rappresentanza femminile pari al 26,7% (17,3% in tutte le società Euronext Growth Milan).

Dal 1° gennaio 2021 al 1° giugno 2021, 18 società hanno pubblicato il report/bilancio di sostenibilità per l'anno fiscale 2020, pari al 13% del mercato.

## SME Growth Markets: alcune riflessioni

dall'intervento di Carmine Di Noia

È forse giunto il momento di chiedersi quale sia la funzione svolta da Euronext Growth Milan all'interno del mercato dei capitali, anche nell'ambito del progetto della *Capital Markets Union* (CMU). Euronext Growth Milan come SME Growth Markets è una componente essenziale, uno dei "piani alti", del *funding escalator*, del *framework* concettuale della CMU in cui le diverse fonti di finanziamento, complementari al credito bancario tradizionale, disponibili sul mercato, sono associate alle diverse fasi del ciclo di vita delle imprese.

L'impostazione tradizionale vede questi vari livelli del *funding escalator* come concatenati, dove Euronext Growth Milan, quindi un *junior equity market*, può svolgere certamente una funzione strumentale al passaggio al mercato regolamentato, di ambientamento alla quotazione.

Quindi, certamente si possono e si devono studiare *e introdurre misure regolamentari o procedurali per ridurre tempistiche, facilitare il passaggio dagli SME Growth Markets al mercato regolamentato*. Ma Euronext Growth Milan probabilmente ricopre e può sempre più ricoprire un ruolo a sé stante di finanziamento della crescita, a prescindere dalla successiva quotazione su Euronext Milan.

Alcune decisioni, forse non completamente meditate negli anni scorsi, sono state prese dall'Unione europea senza forse un'adeguata riflessione.

Un *overshooting* regolamentare, un po' ridondante, e soprattutto non applicato in modo uniforme, insieme alla complessità e onerosità di alcuni adempimenti, meritano un ripensamento in sede UE; fermo che che l'applicazione delle regole e la vigilanza, tuttavia, certamente rimane su base nazionale.

### L'Associazione e le sue proposte

AssoAIM<sup>(1)</sup> raggruppa oggi oltre 50 emittenti quotati su Euronext Growth Milan oltre ad una ventina di aderenti che appartengono alla comunità degli advisors, dei nomad, degli studi legali e delle società di revisione nonché delle società di comunicazione.

Il Consiglio di Amministrazione dell'Associazione, con il contributo fondamentale del Comitato Scientifico, intende promuovere il miglioramento continuo della regolamentazione adottata, per la costruzione di un sistema normativo favorevole all'attività economica delle PMI quotate.

In occasione del Convegno, l'Associazione ha raccolto e sintetizzato le seguenti proposte.

#### 1. Mantenimento dei presidi

Nel nuovo capitolo della storia dei mercati dei capitali europei, con il completamento dell'acquisizione del Gruppo Borsa Italiana da parte di Euronext, AssoAIM chiede di mantenere *i presidi di corporate governance che sono già presenti su AIM Italia, presidi ormai ben chiari in*

---

<sup>(1)</sup> Un'Associazione di questo tipo può avere un ruolo molto importante in ambito nazionale ed europeo, nel dialogo che anche la Consob intrattiene con tutti i partecipanti al mercato. È importante anche per AssoAIM il riconoscimento alla partecipazione di diritto nell'Advisory Board di Borsa. (Di Noia)

**tema di operazioni con parti correlate, comunicazioni delle partecipazioni rilevanti, OPA, amministratori indipendenti, investor relator.** (Natali, Plattner)

In questo ambito è stata sottolineata l'importanza dell'equilibrio tra libertà, proporzionalità e tutela: bisogna sfuggire alla tentazione di uniformare completamente il mercato MTF al mercato principale, continuando a gestire questi presidi attraverso i Regolamenti di Borsa Italiana e forme di autodisciplina dettate dal mercato. (Bianchi)

Dunque "light touch" di regole e di vigilanza sì, ma solo con una decisa convinzione dal lato degli imprenditori: che la trasparenza conviene, la *governance* conviene, la sostenibilità conviene. (Di Noia)

## 2. Allargamento della base degli investitori

Secondo l'Osservatorio PMI, nell'azionariato delle società Euronext Growth Milan sono presenti 107 Investitori Istituzionali, di cui 18 case di investimento italiane (pari al 17%) e 89 estere (83%). Gli investitori istituzionali detengono un investimento complessivo pari a 686 milioni di euro, +20% rispetto a giugno 2020 (570 milioni di euro), pari al 9% della capitalizzazione del mercato Euronext Growth Milan. (Lambiase).

**In Italia si riscontra dunque una penuria di investitori istituzionali a lungo termine**, che non investono in maniera adeguata: occorre anche aprire maggiormente i mercati al *retail* (In Europa il 9% delle famiglie ha investimenti finanziari, negli Stati Uniti sono il 52%) e **intercettare le riserve che vengono investite dal mondo delle assicurazioni** (in Europa, il 57,6% di queste è nel mondo del reddito fisso e il 35% nel settore azionario, dove azionario è anche il mondo delle partecipazioni assicurative, che in realtà è un prolungamento in business complementari delle assicurazioni, quindi non è un vero e proprio investimento finanziario). (Franceschini, Plattner)

Bisogna favorire l'accesso degli investitori ai mercati destinati alle PMI, anche sul mercato primario, al fine trasferire risorse alla parte più sana dell'economia italiana e al tempo stesso assicurare agli investitori una diversificazione ampia di portafoglio e l'accesso ad *asset class* potenzialmente più remunerative.

**Bisogna modernizzare quella che è la pietra angolare dell'azione regolatoria, il principio delle dell'investor protection: questo non vuol dire ridurre l'investor protection ma, al contrario, perseguirla nel concreto di una realtà cambiata.**

Continuare ad aderire a un'interpretazione tradizionale del concetto di rischio e quindi di protezione per l'investitore, in modo indistinto, uguale per tutti e senza differenziare magari all'interno degli investitori non professionali, è fuorviante, perché in molti casi oggi gli investimenti nelle *asset class* che sono tradizionalmente riservate agli investitori non professionali, offrono rendimenti negativi o prossimi allo zero.

Dunque è necessario che una platea più ampia di investitori sia abilitata ad accedere - con cautela, comprendendo l'investimento, diversificando il proprio portafoglio - a quei settori del mercato finanziario, a quelle *asset class* che ancora offrono prospettive di rendimento.

La protezione degli investitori non può portare, tuttavia, ad aggiungere regole su regole e, nello specifico degli SMEs Growth Markets, è da evitare un allineamento di *tutti* i profili disciplinari con quelli dei mercati regolamentati, mentre è necessario solo per quelli che – viste anche le nostre

peculiarità degli assetti proprietari, dei mercati, degli investitori - sono e saranno utili per attirare maggiori investimenti, anche in ottica differenziale di competizione in un mercato globale. Quindi, regolamentazione snella e efficace *enforcement*, sfruttando le potenzialità della rivoluzione digitale; così da permettere agli investitori di accedere ad *asset* più rischiosi, garantendo a loro la protezione di una vigilanza rigorosa, rapida, attiva. (Di Noia)

Sarà necessario, inoltre, **ampliare la nozione di investitori professionali con l'introduzione della categoria di investitori semi-professionali, che sono in un certo senso in grado di badare ai propri interessi** e quindi a comprendere quelle che sono loro esigenze di rischio, e valutare i rischi sottesi da questa tipologia di investimento. (Gugliotta)

La difficoltà evidenziata nel riconoscimento dei “professionali su richiesta” per le persone fisiche è una barriera che più che difendere il *retail* in realtà impedisce la canalizzazione di parte del risparmio. Tale classificazione - consentita dalla MiFID, di “professionali su richiesta” per singola operazione - praticamente è un illustre sconosciuto. (Di Noia)

Infine, si segnalano l'importanza del collocamento diretto, o auto-collocamento, che potrebbe consentire alle PMI di sfruttare la rete di relazioni che le circonda - friends & family, fornitori, altri imprenditori, amici - e garantire, soprattutto su base territoriale, un primo nucleo di azionariato (Di Noia); senza dimenticare la rilevanza del contributo degli High Net Worth Individuals (“HNWI”), ovvero il canale Private Banking.

### 3. Bonus quotazione e agevolazioni fiscali

L'Associazione e la comunità finanziaria chiedono di rendere permanente il credito d'imposta IPO che prevede, per le PMI che decidono di quotarsi in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione come Euronext Growth Milan, un credito d'imposta <sup>(2)</sup> pari al 50% delle spese di consulenza sostenute, fino a un massimo di 500.000 euro.

Auspichiamo che il Governo voglia premiare le PMI che accedono al mercato dei capitali con una misura di robusto sostegno volta ad alleviare i costi di quotazione, così come anche raccomandato pochi mesi or sono in sede comunitaria dal *Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs* promosso dalla Commissione UE ai cui lavori AssoAIM ha avuto l'onore di partecipare. (Lambiase)

### 4. Translisting e disciplina del prospetto

Il passaggio dagli SMEs Growth Markets al mercato regolamentato è un aspetto fondamentale. Le società che si quotano su Euronext Growth Milan raccolgono risorse e le investono secondo un progetto di sviluppo che le fa crescere sia dal punto di vista industriale sia in termini borsistici.

---

<sup>(2)</sup> Con la legge di bilancio per il 2021 - legge 30 dicembre 2020, n. 178, art. 1 comma 230 – il Credito Imposta IPO è stato prorogato al 31 dicembre 2021 ed è, quindi prossimo a scadenza da qui la presente richiesta di prorogarne il termine almeno sino al 31 dicembre 2024.

Quando hanno raggiunto una certa dimensione e in maniera lungimirante hanno fatto anche una serie di investimenti (sistemi di controllo, comunicazione, governance), il passaggio sul mercato principale diventa quasi fisiologico. (*Buragina, Guibout, Mori, Trabattoni*)

È necessario semplificare il listing per il passaggio da MTF al mercato regolamentato e introdurre un prospetto semplificato, con un numero massimo di trenta pagine contenente i fattori di rischio, la descrizione dell'attività e l'indicazione dei maggiori fatti intervenuti dopo la pubblicazione degli ultimi dati contabili. (*Plattner, Polidoro, Vismara*)

Nello specifico, Borsa Italiana/Euronext potrebbe quindi di rivedere le proprie regole di accesso a Euronext Milan per gli emittenti quotati da almeno 18 mesi su Euronext Growth Milan così da ridurre i costi legati all'attività di *due diligence*.

L'abolizione delle verifiche sul sistema di controllo di gestione e l'abrogazione dell'obbligo di depositare il piano industriale potrebbero essere sostituite da una seconda dichiarazione di appropriatezza da parte del Euronext Growth Advisor e dalla presenza di una ricerca indipendente a data recente. Si tratta di semplici accorgimenti sostanziali per allineare il nostro mercato a quelli della UE ove tali attività non sono previste. Anche il ruolo del Euronext Growth Advisor (ex NOMAD) andrebbe rivisto permettendo a quest'ultimo, in virtù della conoscenza acquisita dell'emittente, di svolgere il ruolo di sponsor. Anche CONSOB potrebbe varare disposizioni per gli emittenti che desiderano passare da Euronext Growth Milan a Euronext Milan così da limitare quanto possibile i tempi di istruttoria.

## 5. Redazione dei prospetti in inglese

L'Italia è uno dei pochi Stati membri che non permette la redazione del prospetto informativo in inglese per le offerte promosse in Italia quale Stato membro di origine (con traduzione in italiano della sola Nota di Sintesi). Il che rende necessaria la redazione di due documenti distinti con un raddoppio dei costi per l'emittente.

Si auspica che CONSOB possa allineare la propria normativa a quelle degli altri Paesi UE quanto alla lingua per la redazione dei prospetti.