



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di laurea magistrale in Economia e Management
Curriculum: Amministrazione, Finanza e Controllo

**Il finanziamento delle PMI dopo l'ingresso di Borsa
Italiana in Euronext**

**The financing of SMEs after the entry of Borsa
Italiana into Euronext**

Relatore: Chiar.ma
Prof. Caterina Lucarelli

Tesi di laurea di:
Gabriele Orena

Anno accademico 2022-23

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 – IL PASSAGGIO DI BORSA ITALIANA AL GRUPPO EURONEXT	5
1.1 La storia di Borsa Italiana	5
<i>1.1.1 Le origini del mercato borsistico</i>	5
<i>1.1.2 Il Regio decreto e la nascita della Borsa Valori</i>	6
<i>1.1.3 La Legge 216/1974 per la trasparenza dei mercati</i>	7
<i>1.1.4 Dalla forma pubblica al modello privatistico</i>	8
1.2 L’acquisizione di Borsa Italiana da parte del London Stock Exchange	10
<i>1.2.1 Le performance dei mercati azionari e obbligazionari sotto il LSEG</i>	10
<i>1.2.2 L’offerta di Borsa Italiana con l’ingresso nel LSEG</i>	14
<i>1.2.3 L’attenzione per le PMI: l’AIM Italia, il MIV e l’ExtraMOT PRO</i>	19
1.3 Borsa Italiana entra nel gruppo Euronext	28
<i>1.3.1 La super Borsa Londra-Francoforte e l’offerta di acquisto della Borsa di Hong Kong</i>	28
<i>1.3.2 L’acquisto da parte del gruppo Euronext</i>	30
<i>1.3.3 L’offerta di Borsa Italiana dopo il rebranding dei listini</i>	32
<i>1.3.4 I cambiamenti apportati da Euronext</i>	36
CAPITOLO 2 – GLI STRUMENTI DEDICATI ALLE PMI: CONFRONTO TRA MERCATO EGM E MINIBOND	41
2.1 La quotazione borsistica delle PMI e l’emissione di minibond	45
2.2 Le fasi e le tempistiche per l’accesso ai mercati	46
<i>2.2.1 L’accesso ai mercati azionari</i>	46
<i>2.2.2 L’accesso ai mercati obbligazionari</i>	49
2.3 I requisiti di accesso e permanenza nei mercati	52
<i>2.3.1 requisiti formali e i requisiti oggettivi</i>	54
<i>2.3.2 Requisiti sostanziali e requisiti qualitativi</i>	57
<i>2.3.3 Il Segmento STAR e il Segmento Professionale</i>	62

2.4 Gli attori a supporto delle PMI	65
2.4.1 <i>I soggetti coinvolti nel processo di quotazione su EGM</i>	65
2.4.2 <i>I soggetti coinvolti nel processo di emissione di minibond</i>	68
2.5 I costi per l'accesso ai mercati	70
2.5.1 <i>I costi della quotazione borsistica</i>	70
2.5.2 <i>I costi dell'emissione di minibond</i>	74
CAPITOLO 3 – I VANTAGGI DELLA QUOTAZIONE SU EGM	79
3.1 Il capitale netto e il capitale di debito	80
3.2 Il bilanciamento della struttura finanziaria	83
3.3 Il miglioramento della percezione esterna dell'impresa	84
3.3.1 <i>Risultati economico-finanziari delle PMI a seguito della quotazione</i>	85
3.3.2 <i>Risultati “strategici” delle PMI a seguito della quotazione</i>	88
3.4 I requisiti di quotazione come incentivo alla trasparenza	90
3.4.1 <i>Gli obblighi di disclosure</i>	91
3.4.2 <i>L'importanza della comunicazione finanziaria e delle Investor Relations</i>	94
3.4.3 <i>L'adozione del Modello 231 e dell'ESG Reporting</i>	96
3.5 Il mercato EGM come listino di prova per il mercato primario EXM	99
3.6 I servizi e gli incentivi a supporto delle PMI	103
3.6.1 <i>I servizi offerti da Borsa Italiana</i>	104
3.6.2 <i>Gli incentivi fiscali a favore degli investitori e delle PMI</i>	108
CONCLUSIONI	117
BIBLIOGRAFIA	121
SITOGRAFIA	133
RINGRAZIAMENTI	135

INDICE DELLE ABBREVIAZIONI

<i>Abbreviazione</i>	<i>Spiegazione</i>
<i>ABS</i>	Asset Backed Securities
<i>AD</i>	Amministratore Delegato
<i>AIM</i>	Alternative Investment Market
<i>BCE</i>	Banca Centrale Europea
<i>CdA</i>	Consiglio di Amministrazione
<i>CDI</i>	Credito D'Imposta
<i>CDP</i>	Cassa Depositi e Prestiti
<i>CEO</i>	Chief Executive Officer
<i>CONSOB</i>	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
<i>EBA</i>	European Banking Authority
<i>EBIT</i>	Earning Before Interest and Taxes
<i>EBITDA</i>	Earning Before Interest Tax Depreciation Amortization
<i>ETP</i>	Exchange Traded Product
<i>EGA</i>	Euronext Growth Advisor
<i>EGM</i>	Euronext Growth Milan
<i>ESG</i>	Environmental Social and Governance
<i>ESMA</i>	European Securities and Markets Authority
<i>ETC</i>	Exchange Traded Commodities
<i>ETF</i>	Exchange Traded Fund
<i>ETN</i>	Exchange Traded Notes

<i>EXM</i>	Euronext Milan
<i>FCI</i>	Fondi Comuni di Investimento
<i>FED</i>	Federal Reserve
<i>FIA</i>	Fondi di Investimento Alternativi
<i>FTSE</i>	Financial Times Stock Exchange
<i>IDEM</i>	Italian Derivative Market
<i>IPO</i>	Initial Public Offering
<i>IR</i>	Investor Relation
<i>LSEG</i>	London Stock Exchange Group
<i>MAC</i>	Mercato Alternativo del Capitale
<i>MAR</i>	Market Abuse Regulation
<i>MIF</i>	Mercato Italiano dei Future
<i>MIV</i>	Mercato degli Investment Vehicle
<i>MOT</i>	Mercato Telematico delle Obbligazioni (o Mercato Telematico Obbligazionario)
<i>MTA</i>	Mercato Telematico Azionario
<i>MTF</i>	Multilateral trading facilities (o Sistema multilaterale di negoziazione)
<i>MTS</i>	Mercato Telematico dei Titoli di Stato
<i>NOMAD</i>	Nominated Adviser
<i>OdV</i>	Organismo di Vigilanza
<i>PFN</i>	Posizione Finanziaria Netta
<i>PIL</i>	Prodotto Interno Lordo
<i>PIR</i>	Piani Individuali di Risparmio a lungo termine

<i>PMI</i>	Piccola e media impresa
<i>SAPA</i>	Società in accomandita per azioni
<i>SICAV</i>	Società di Investimento a Capitale Variabile
<i>SIM</i>	Società di intermediazione mobiliare
<i>SIV</i>	Special Investment Vehicle
<i>SMEs</i>	Small and Medium-sized Enterprises
<i>SPA</i>	Società per Azioni
<i>SPAC</i>	Special Purpose Acquisition Companies
<i>SRL</i>	Società a Responsabilità Limitata
<i>STAR</i>	Segmento Titoli ad Alti Requisiti
<i>TUF</i>	Testo Unico della Finanza
<i>UE</i>	Unione Europea
<i>ULA</i>	Unità Lavorative Annue

INTRODUZIONE

Il mercato finanziario italiano si contraddistingue per la sua struttura bancocentrica, dove la maggior parte delle imprese si finanzia mediante il credito bancario. Tale struttura fa sì che le PMI siano caratterizzate da un forte livello di indebitamento (principalmente verso le banche) ed un elevato grado di sottocapitalizzazione. La combinazione “indebitamento-sottocapitalizzazione” produce lo squilibrio della struttura finanziaria delle SMEs, il peggioramento del loro merito creditizio e l’aumento degli interessi pagati sul debito. Inoltre, la crisi dei mutui subprime (2007-2008), la crisi del debito sovrano (2009-2010), la crisi economica legata al Covid-19 (2020-2021) e la guerra russo-ucraina (2022) hanno provocato un ulteriore peggioramento della situazione di queste imprese, mettendo a serio rischio la loro sopravvivenza.

Poiché in Italia le PMI producono oltre il 40% del PIL ed offrono più di 4 milioni di posti di lavoro, Borsa Italiana ha da sempre dedicato molta attenzione a questa tipologia di imprese, cercando di offrire loro canali di finanziamento alternativi. Infatti, sin dalla sua privatizzazione (1998), Borsa Italiana ha istituito mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione, in cui le PMI potessero emettere e negoziare titoli azionari e obbligazionari. Successivamente, con il passaggio, prima, al London Stock Exchange Group (2008) e, poi, all’Euronext Group (2021), sono stati introdotti ulteriori mercati e strumenti finanziari che hanno permesso alle PMI di finanziarsi senza ricorrere al debito bancario.

Ad oggi, Borsa Italiana offre alle PMI due principali canali di finanziamento alternativi all’indebitamento bancario: la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan e l’emissione di minibond. In particolare, la prima rientra nella tipologia di fonti di finanziamento del capitale netto (o capitale di rischio) e rappresenta

un'operazione di finanza straordinaria, che garantisce all'impresa l'accesso permanente alle negoziazioni. Inoltre, la quotazione permette l'ingresso nel capitale sociale delle imprese di Investitori Istituzionali dotati di elevate disponibilità finanziarie. L'accesso al mercato EGM consente alle PMI anche di beneficiare di numerosi vantaggi come, ad esempio, l'aumento della liquidità dei propri titoli, l'adozione di una maggiore trasparenza informativa e l'ottenimento di una più ampia visibilità sui mercati internazionali. L'emissione di minibond, invece, rientra nella categoria del capitale di debito e consente alle SMEs di emettere titoli di debito in maniera relativamente veloce, seguendo procedure molto snelle e sostenendo costi contenuti.

Data le numerose differenze che caratterizzano queste fonti di finanziamento dedicate esclusivamente alle PMI, l'obiettivo del presente elaborato è quello di effettuare un confronto tra la quotazione sul mercato EGM e l'emissione di minibond. L'intento, quindi, è quello di determinare se, tra questi due canali di finanziamento, è possibile individuarne uno più adatto alle PMI italiane, illustrandone le principali diversità.

Il Capitolo 1 tratta la storia e l'evoluzione di Borsa Italiana. In particolare, nella prima parte del capitolo viene illustrata la nascita delle principali Borse Valori europee, soffermandosi su quella italiana, e la privatizzazione di Borsa Italiana avvenuta nel 1998. La seconda parte, invece, si focalizza sull'acquisizione di Borsa Italiana da parte del London Stock Exchange Group, evidenziando le diverse iniziative poste in essere dal gruppo per incentivare le PMI ad accedere a fonti alternative al debito ordinario. Nell'ultima parte, l'attenzione si sposta sull'ingresso di Borsa Italiana all'interno dell'Euronext Group e sui molteplici cambiamenti e rebranding dei listini apportati da quest'ultimo.

Nel secondo capitolo, viene effettuato un confronto tra quotazione nel mercato EGM ed emissione di minibond in termini di fasi per l'accesso alle

negoziazioni, di requisiti da rispettare, di attori coinvolti e di costi sostenuti dalle PMI. Per ciascuna caratteristica, viene proposto un parallelismo tra azioni ed obbligazioni emesse dalle SMEs, così da individuare quale sia la fonte di finanziamento migliore sulla base di questi elementi.

Nella prima parte del terzo capitolo, vengono effettuate delle riflessioni riguardo al confronto svolto nel Capitolo 2, evidenziando come l'emissione di minibond appaia più semplice, veloce e meno costosa rispetto alla quotazione sul mercato EGM. Tuttavia, la scelta della fonte di finanziamento ideale non dipende soltanto dalle fasi, dai requisiti, dagli attori e dai costi. Al contrario, le PMI fondano le proprie scelte anche su altri fattori, principalmente legati ai vantaggi offerti dalla quotazione borsistica. Per questo, nella seconda parte del Capitolo 3, vengono illustrati i principali benefici di cui possono godere le SMEs quotate e a cui non possono accedere le imprese che emettono minibond. La descrizione di questi vantaggi è propedeutica per stabilire, in ultima istanza, se vi sia un canale di finanziamento dedicato alle PMI migliore in assoluto.

CAPITOLO 1 – IL PASSAGGIO DI BORSA ITALIANA AL GRUPPO EURONEXT

1.1 La storia di Borsa Italiana

Prima di illustrare le caratteristiche e il funzionamento dei mercati italiani dedicati al finanziamento delle PMI, è utile sviluppare un'analisi relativa alla nascita e all'evoluzione di Borsa Italiana. Questo perché le varie crisi susseguitesi nel corso degli anni (mutui subprime, debito sovrano, Covid-19) hanno messo in seria discussione la permanenza sul mercato di un numero molto elevato di PMI. Quindi, sia sotto il gruppo London Stock Exchange (con il mercato AIM Italia) sia sotto il gruppo Euronext (con il mercato Euronext Growth Milan), Borsa Italiana ha rivolto via via sempre più attenzioni alle imprese di piccola e media dimensione, offrendo loro canali di finanziamento alternativi al credito bancario.

1.1.1 Le origini del mercato borsistico

La prima Borsa Valori europea fu la Borsa di Anversa (Belgio), istituita nel 1531 e dedicata principalmente alla contrattazione dei prezzi delle merci¹. A partire da quel momento, iniziarono a nascere le prime Borse europee, ovvero luoghi in cui venivano effettuate vere e proprie operazioni di prestito, contrattate quote di comproprietà di imprese ed emessi titoli di debito pubblico negoziabili. Nel 1548 a Lione fu istituita la prima Borsa francese, mentre la Borsa di Parigi fu fondata soltanto nel 1724. Il Royal Exchange (Londra, 1566) fu la prima Borsa Valori inglese, dedicata principalmente alle contrattazioni internazionali della carta; successivamente, nel 1801 nacque il London Stock Exchange, la prima Borsa a

¹ Fonti alternative affermano che le prime operazioni di compravendita di titoli avvennero nel palazzo della famiglia Van der Bourse, a Bruges (Belgio), nel 1500; tuttavia, non poteva essere considerata una vera e propria Borsa Valori.

Capitolo 1

richiedere la sottoscrizione di un atto formale per l'accesso al mercato. Altre Borse Valori istituite tra il XVII e il XX secolo furono: la Borsa di Amsterdam (1609), che, con il declino delle Borse di Bruges e Anversa, diventò il principale mercato finanziario moderno di Europa; la Borsa di Vienna (1771); il New York Stock Exchange (1792), a Wall Street; la Borsa di Francoforte (1946), che, in seguito, divenne la principale piazza finanziaria tedesca e una delle più importanti al mondo.

Per quanto riguarda l'Italia, la prima Borsa fu fondata a Venezia nel 1600 e la seconda soltanto nel 1775 a Trieste. Durante l'Ottocento, poi, iniziarono a fiorire numerose Borse in tutta la Penisola, in cui venivano trattati principalmente titoli di società ferroviarie: Roma (1802), Milano (1808), Firenze (1808), Napoli (1810), Torino (1850), Genova (1855), Bologna (1861) e Palermo (1862)².

All'inizio del Novecento, quindi, il quadro normativo relativo alla regolamentazione dei mercati borsistici italiani risulta particolarmente lacunoso e variegato e necessita di un intervento legislativo in grado di unificare l'ordinamento delle diverse Borse di Commercio³.

1.1.2 Il Regio decreto e la nascita della Borsa Valori

Nel 1913, con il Regio decreto 1068/1913 viene approvata la Legge 20 marzo 1913, n. 272 e nasce la Borsa Valori italiana. In particolare, all'articolo 1, il suddetto atto normativo stabilisce la separazione tra il mercato delle merci e quello dei titoli e sancisce la nascita di un mercato dedicato esclusivamente alla compravendita di valori mobiliari, cioè strumenti finanziari in grado di circolare facilmente perché caratterizzati da un elevato grado di trasferibilità. Nell'articolo 2, poi, sono individuati gli organi addetti alla vigilanza delle attività svolte dalle Borse di

² Cfr. VEGAS G., *Dall'unità ai giorni nostri: 150 anni di Borsa in Italia*, Pubblicazioni Consob, 22 aprile 2011, consob.it

³ Cfr. LAMBIASE A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2016

Commercio, ovvero il Governo, la Camera di Commercio, le Deputazioni in Borsa e i Sindacati di mediatori.

Nel 1928, la Camera di Commercio incarica l'architetto Paolo Mezzanotte di progettare il nuovo palazzo di Borsa Italiana, in modo tale da riunire le diverse Borse Valori e le altre Borse merci all'interno di un'unica struttura. Il Palazzo Mezzanotte, situato in Piazza degli Affari a Milano, è stato completato nel 1932 e, ancora oggi, ospita la Borsa Italiana⁴.

1.1.3 La Legge 216/1974 per la trasparenza dei mercati

Negli anni '30, la crisi finanziaria porta all'esclusione di tutti i titoli bancari dal listino, i quali ricompaiono soltanto nel 1965 con la quotazione di Mediobanca. Durante gli anni della guerra, Borsa Italiana continua a sottoperformare, fino a quando, nel periodo post-bellico, con il boom economico, si assiste alla ripresa dell'economia e ad un'enorme espansione degli scambi nel mercato borsistico⁵. Un intervento legislativo effettuato negli anni post-guerra, volto ad incrementare la trasparenza delle società quotate nel mercato borsistico, è rappresentato dall'approvazione della Legge 7 giugno 1974, n. 216. Tale legge introduce i primi obblighi di pubblicità per le società quotate e istituisce un nuovo organo di controllo: la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (d'ora in poi, CONSOB). In particolare, alla CONSOB sono affidate le funzioni di vigilanza e regolamentazione dei mercati finanziari e di tutela degli investitori. Inoltre, l'articolo 5 stabilisce che “[...] l'istituzione delle Borse è disposta con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Ministero per il tesoro [...]”⁶. Quindi, agli organi pubblici sono assegnate le funzioni di istituzione, organizzazione e gestione dei mercati finanziari.

⁴ Cfr. *Storia di Palazzo Mezzanotte*, borsaitaliana.it

⁵ Cfr. *La storia di Borsa Italiana – Le tappe storiche: dal 1914 al 1945*, borsaitaliana.it

⁶ *Articolo 5, Legge 7 giugno 1974, n. 216*

1.1.4 Dalla forma pubblica al modello privatistico

Le prime norme per la regolamentazione del mercato borsistico (Regio decreto 1068/1913 e Legge 216/1974) rispondono ad un'idea di mercato inteso come istituzione pubblica. Infatti, l'importanza della corretta formazione dei prezzi e la delicatezza delle regole relative al mercato fanno sì che, nei primi anni, in Italia e in gran parte dell'Europa si prediliga il modello pubblico per l'istituzione e la gestione dei mercati.

A partire dagli anni '90, poi, i principali Paesi europei iniziano ad abbandonare gradualmente il modello pubblico per passare al modello privatistico, ispirato ai mercati anglosassoni. Rispetto alla forma pubblica, infatti, il modello privatistico possiede una serie di vantaggi. In primo luogo, tale modello favorisce l'accrescimento dell'efficienza e della competitività delle Borse, permettendo così di attirare maggiori investimenti e capitali. Inoltre, la privatizzazione è vista come un modo per ridurre il peso dello Stato nell'economia italiana e, quindi, un modello adatto ad agevolare l'allineamento alle politiche di liberalizzazione emanate negli anni '90. Infine, la privatizzazione di Borsa italiana permette di introdurre nuove tecnologie e strumenti finanziari, in linea con lo sviluppo dei mercati finanziari internazionali.

Così, il Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 stabilisce ufficialmente il passaggio della funzione di istituzione, organizzazione e gestione dei mercati regolamentati dall'autorità pubblica all'impresa privata. Il suddetto decreto legislativo istituisce anche Borsa Italiana S.p.A., società che inizia ad operare dal 2 gennaio 1998 e il cui azionariato è composto esclusivamente da banche, Società di Intermediazione Mobiliare (d'ora in poi, SIM) e altri intermediari finanziari⁷. In particolare, a Borsa Italiana sono affidati il Mercato Telematico Azionario (d'ora in poi, MTA), il Mercato Ristretto, l'Italian Derivative Market (d'ora in poi, Idem), il

⁷ Cfr. *La storia di Borsa Italiana – Le tappe storiche: dal 1992 al 1997*, borsaitaliana.it

Il passaggio di Borsa Italiana al gruppo Euronext

Mercato Italiano dei Future (MIF) e il Mercato Telematico delle Obbligazioni (d'ora in poi, MOT), mentre il Mercato Telematico dei Titoli di Stato (d'ora in poi, MTS) è affidato alla società MTS S.p.A.

Successivamente, tra il 1998 e il 2007, Borsa Italiana diventa un gruppo diversificato nel campo dei servizi finanziari, grazie all'ingresso di molteplici società complesse e complementari tra loro, come Cassa di Compensazione e Garanzia⁸, Monte Titoli⁹, Servizio Titoli¹⁰, Piazza Affari¹¹ e MTS¹². Il principale obiettivo del gruppo è quello di supportare lo sviluppo dei mercati regolamentati, in modo tale da massimizzarne la liquidità, la trasparenza e la competitività degli stessi. Inoltre, Borsa Italiana mira a facilitare l'accesso ai mercati internazionali, a perseguire l'efficienza gestionale e a tutelare il mercato e gli investitori.

Nel decennio 1998-2007, tramite il contributo offerto da ciascuna società-azionista, Borsa Italiana riesce ad attrarre un numero molto elevato di imprese nel

⁸ Cassa di Compensazione e Garanzia (o Clearing House) è una società (banca o impresa di investimento autorizzata da Banca d'Italia) che svolge la funzione di compensazione (o clearing) nei mercati azionari e nei mercati derivati di Borsa Italiana, ovvero assume la posizione di controparte nei confronti dell'acquirente e del venditore di un contratto, riducendo così il rischio di regolamento, cioè, il rischio di inadempimento di una delle parti in un contratto riguardante strumenti finanziari.

⁹ Monte Titoli è una società definita "Deposito Centrale Titoli" e svolge la funzione di custodia dei titoli di Borsa Italiana.

¹⁰ Servizio Titoli è una società che offre una serie di servizi amministrativi di supporto alle aziende che non dispongono delle infrastrutture necessarie per gestire il voto di un numero molto elevato di azionisti (es. organizzazione delle assemblee ordinarie o straordinarie, supporto nelle delibere assembleari, ecc.).

¹¹ Piazza Affari è una società che svolge la funzione di gestione dei servizi relativi alle strutture di Borsa Italiana, come, ad esempio, l'affitto di Palazzo Mezzanotte.

¹² MTS S.p.A. è una società che gestisce il mercato per la negoziazione di Titoli di Stato "all'ingrosso", cioè, dedicato agli investitori istituzionali. Il MOT, Mercato Telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato, invece, è il mercato per la negoziazione di Titolo di Stato "al dettaglio", cioè, dedicato agli investitori retail.

proprio listino¹³ e a raddoppiare il proprio rapporto capitalizzazione/PIL (dal 25,3% del 1998 si passò al 47,8% del 2007)¹⁴.

1.2 L'acquisizione di Borsa Italiana da parte del London Stock Exchange

1.2.1 Le performance dei mercati azionari e obbligazionari sotto il LSEG

Un evento estremamente importante nella storia di Borsa Italiana è rappresentato dall'unione con la Borsa inglese. Infatti, nell'ottobre 2008, la stipula della Lettera d'Intenti ufficializza l'acquisizione di Borsa Italiana da parte del London Stock Exchange, la società gestrice del mercato borsistico inglese con sede a Londra¹⁵. Da questa operazione nasce il London Stock Exchange Group plc (d'ora in poi, LSEG), che diventa il principale gruppo borsistico europeo in termini di società quotate e volumi negoziati¹⁶.

Nel 2007, Borsa Italiana registra risultati straordinari, grazie alle iniziative proposte dal LSEG, come l'adozione della piattaforma di negoziazione TradeElect, che consente il reciproco accesso ai mercati da parte degli intermediari, oppure l'offerta di nuovi strumenti finanziari, quali obbligazioni, ETF, prodotti derivati, ecc. Nel primo anno, infatti, viene eguagliato il record in termini di nuove società quotate, con l'ammissione al listino di 49 nuove imprese, e si registrano flussi di

¹³ Tra il 1998 e il 2007 si quotano circa 236 nuove società, le quali presentano una capitalizzazione aggregata di 229 miliardi di euro e raccolgono complessivamente capitali per 270 miliardi di euro. Inoltre, nello stesso decennio, le imprese emettono obbligazioni per circa 1050 miliardi di euro, registrando un costante aumento negli anni.

¹⁴ Cfr. *La storia di Borsa Italiana – Le tappe storiche: dal 1998 al 2008*, borsaitaliana.it

¹⁵ Cfr. *L'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group crea il principale gruppo borsistico europeo*, Comunicato stampa congiunto di Borsa Italiana e London Stock Exchange, 23 giugno 2007, borsaitaliana.it

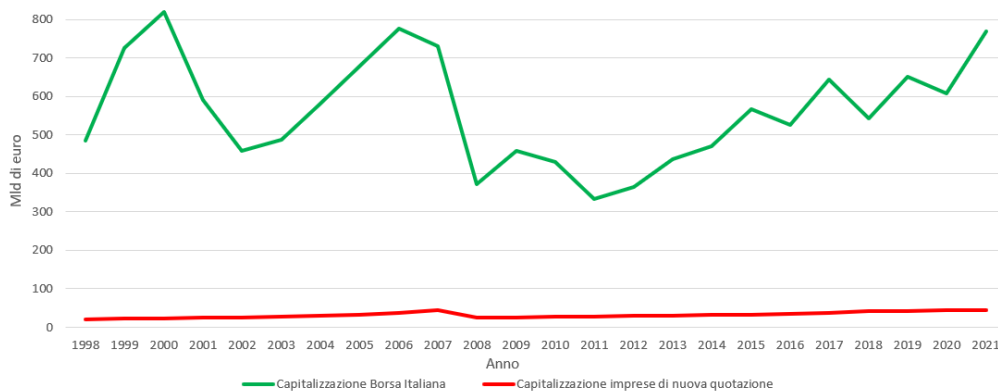
¹⁶ Prima della conclusione della trattativa per l'acquisizione da parte del London Stock Exchange, anche il Nyse-Euronext (al tempo, il mercato borsistico più grande al mondo, nato dalla fusione tra la Borsa di New York e le Borse di Amsterdam, Bruxelles, Lisbona e Parigi) ha dimostrato un forte interesse per Borsa Italiana, presentando un'offerta addirittura poche ore prima che venisse stipulata la Lettera d'Intenti. Qualche anno prima, inoltre, Euronext aveva provato ad incorporare all'interno del proprio listino anche la Deutsche Börse di Francoforte, ma, anche in quel caso, l'operazione non ebbe successo.

Il passaggio di Borsa Italiana al gruppo Euronext

investimenti raccolti dalle società quotate o di nuova ammissione pari a 8,4 miliardi di euro (di cui 4 provenienti da operazioni di aumento di capitale, mentre 4,4 dal collocamento di nuove azioni)¹⁷.

Tuttavia, negli anni successivi, la crisi dei mutui subprime e la conseguente crisi del debito sovrano causano la cancellazione dai listini di molte società, per un corrispettivo di 400 miliardi di euro. Borsa Italiana, a fine 2008, vede il suo valore quasi dimezzato¹⁸ e continua a sottoperformare fino al 2014, quando, a seguito di molteplici manovre di politica monetaria e della ripresa dell'economia globale, la capitalizzazione dei mercati torna ai livelli pre-crisi¹⁹.

Figura 1.1 – Andamento della capitalizzazione di Borsa Italiana e della capitalizzazione delle imprese di nuova quotazione tra il 1998 e il 2021



Fonte: Elaborazione propria con dati di Borsa Italiana

Nella figura 1.1 è rappresentato l'andamento del mercato azionario italiano dal 1998 al 2021, sintetizzato dalla capitalizzazione di Borsa Italiana (in verde). Tra il 1998 e il 2000 si osserva un primo miglioramento del mercato borsistico, favorito dalla privatizzazione della Borsa Valori e dall'ingresso nel gruppo Borsa Italiana

¹⁷ Cfr. *2007: un anno da record per Borsa Italiana*, Review dei Mercati 2007 di Borsa Italiana del 27 dicembre 2007, borsaitaliana.it

¹⁸ La capitalizzazione di Borsa Italiana passa da 1468,7 miliardi di euro (gennaio 2008) a 796,2 miliardi di euro (dicembre 2008).

¹⁹ Cfr. *Borse, i numeri dell'orribile 2008 in Europa persi 4000 miliardi*, La Repubblica, Affari & Finanza, 30 dicembre 2008, repubblica.it

Capitolo 1

S.p.A. degli attori precedentemente illustrati. Dal 2001, una volta tornata ai livelli pre-privatizzazione, la capitalizzazione di Borsa Italiana aumenta costantemente negli anni fino a quando, nel 2007, l'avvento della crisi finanziaria fa sì che il mercato azionario subisca una forte contrazione. Essa tornerà ai livelli pre-crisi solo intorno al 2014, anno in cui le iniziative poste in essere da Borsa Italiana e dalle Banche Centrali mondiali iniziano a generare effetti positivi. Difatti, a partire dal 2014, la capitalizzazione dei mercati azionari aumenta più o meno costantemente fino al dicembre 2021; nel 2022, poi, si registrerà un anno disastroso per Borsa Valori, la quale, a causa della guerra in Ucraina e dell'aumento dei tassi di interesse²⁰, vedrà la sua capitalizzazione ridursi di 18,6 punti percentuali (arrivando a 625 miliardi di capitalizzazione)²¹.

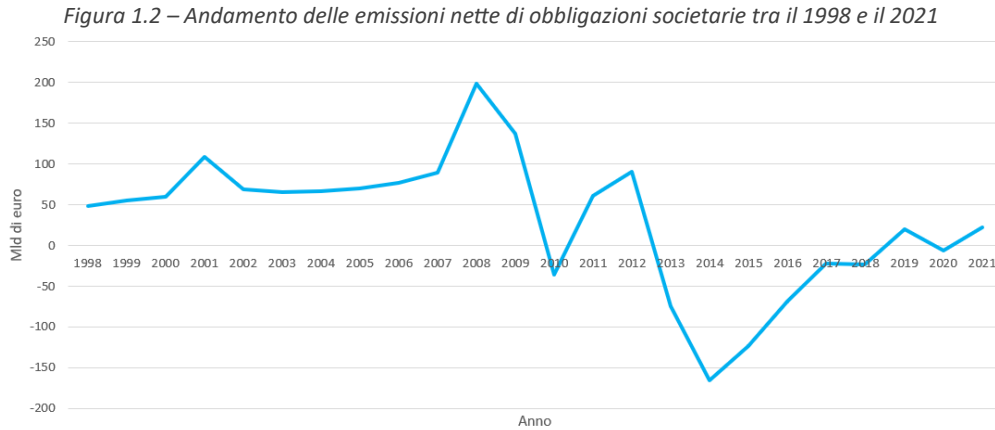
Ulteriori dati che confermano il miglioramento dei mercati azionari di Borsa Italiana tra il 1998 e il 2007 sono il numero delle società di nuova ammissione al listino e la loro capitalizzazione (in rosso nella Figura 1.1). Infatti, nel suddetto periodo, si registra un costante aumento della capitalizzazione delle società di nuova quotazione (da 20,8 miliardi di euro del 1998 a 44 miliardi di euro nel 2007), accompagnato da un aumento del numero di quotazioni avvenute anno per anno (da 12 società di nuova quotazione nel 1998 a 20 nel 2007). Anche in questo caso, poi, la crisi finanziaria provoca enormi danni sia in termini di numero di nuove quotazioni (10 nel 2008) sia in termini di capitalizzazione delle società di nuova ammissione (25 miliardi nel 2008). A partire dal 2009, con la nascita del mercato dedicato alle PMI (AIM Italia), il numero e la capitalizzazione delle imprese di nuova quotazione aumentano di anno in anno, raggiungendo, nel 2021, il record di

²⁰ Un aumento dei tassi di interesse rende meno attraente gli investimenti azionari, a favore degli investimenti obbligazionari.

²¹ Cfr. PARONETTO P., *Per Piazza Affari un 2022 da dimenticare. FTSE MIB -12%, l'anno peggiore dal 2018*, Il Sole24Ore, Milano, 30 dicembre 2022, [ilssole24ore.com](https://www.ilssole24ore.com)

Il passaggio di Borsa Italiana al gruppo Euronext

49 nuove quotazioni, con una capitalizzazione complessiva di 45 miliardi di euro (complice anche l'ingresso in Euronext avvenuto nell'aprile 2021)²².



Fonte: Elaborazione propria con dati di Banca d'Italia

La Figura 1.2, invece, mostra l'andamento del mercato obbligazionario tra il 1998 e il 2021, sintetizzato dall'emissione netta di obbligazioni societarie²³. Le emissioni nette effettuate dalle imprese private aumentano in maniera costante fino al 2007, con un forte picco nel 2001 generato dall'efficientamento dei mercati apportato, a sua volta, dalla privatizzazione di Borsa Italiana. Successivamente, a causa della crisi dei mutui subprime, le società bancarie incontrano enormi difficoltà nel reperimento di fondi sul mercato interbancario. Quindi, nel secondo semestre del 2008 si osserva un enorme incremento delle emissioni nette di obbligazioni societarie proprio perché le banche e le altre società finanziarie accedono a fonti di finanziamento alternative al credito interbancario. Nel 2010 e, ancora di più, nel biennio 2013-2014, però, il mercato obbligazionario subisce una forte contrazione. In quegli anni, infatti, le società finanziarie, che si erano indebitate in precedenza, si trovano a dover rimborsare complessivamente 36

²² Cfr. *Review dei mercati (dal 1998 al 2021)* di Borsa Italiana, borsaitaliana.it

²³ In generale, le obbligazioni societarie (o *corporate bond*) sono obbligazioni emesse da società bancarie, altre società finanziarie e società non finanziarie.

Capitolo 1

miliardi di euro nel 2010 e 240 miliardi di euro nel biennio 2013-2014 e ciò causa una forte riduzione delle emissioni nette di *corporate bond*²⁴.

A seguito della nascita dei segmenti obbligazionari ExtraMOT PRO (2013) e ExtraMOT PRO 3 (2019), dedicati alla negoziazione di obbligazioni societarie emesse dalle PMI, le emissioni nette di obbligazioni *corporate* tendono ad aumentare negli anni, fino a tornare a livelli positivi nel 2019. Inoltre, un ulteriore incremento delle emissioni obbligazionarie è stato favorito dall'aumento dei tassi di interesse annunciato dalla BCE nel 2021, il quale ha parzialmente spostato l'attenzione degli investitori dal mercato azionario al mercato obbligazionario.

1.2.2 L'offerta di Borsa Italiana con l'ingresso nel LSEG

Come brevemente accennato, a seguito della privatizzazione della Borsa Valori, la funzione di listing e la funzione di trading in senso stretto²⁵ sono svolte da Borsa Italiana, mentre la funzione di post-trading²⁶ e le funzioni accessorie²⁷ sono affidate a molteplici società-azioniste del gruppo Borsa Italiana S.p.A. Con l'ingresso nel LSEG, le azioni di quelle società vengono acquisite dal LSEG stesso (95.01% delle quote di controllo) e da Cassa Depositi e Prestiti (d'ora in poi, CDP) e Intesa San Paolo (complessivamente 4,99% delle quote di controllo), che diventano i principali azionisti di Borsa. Essi affidano alla Borsa Valori la gestione

²⁴ Cfr. *Relazioni Annuali (dal 1998 al 2021)*, Pubblicazioni di Banca d'Italia, bancaditalia.it

²⁵ La funzione di listing riguarda la quotazione di azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari; la funzione di trading, invece, riguarda la negoziazione di azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari. La funzione di trading, a sua volta, si divide in funzione di trading in senso stretto (svolta da Borsa Italiana) e funzione di post-trading (svolta da Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia).

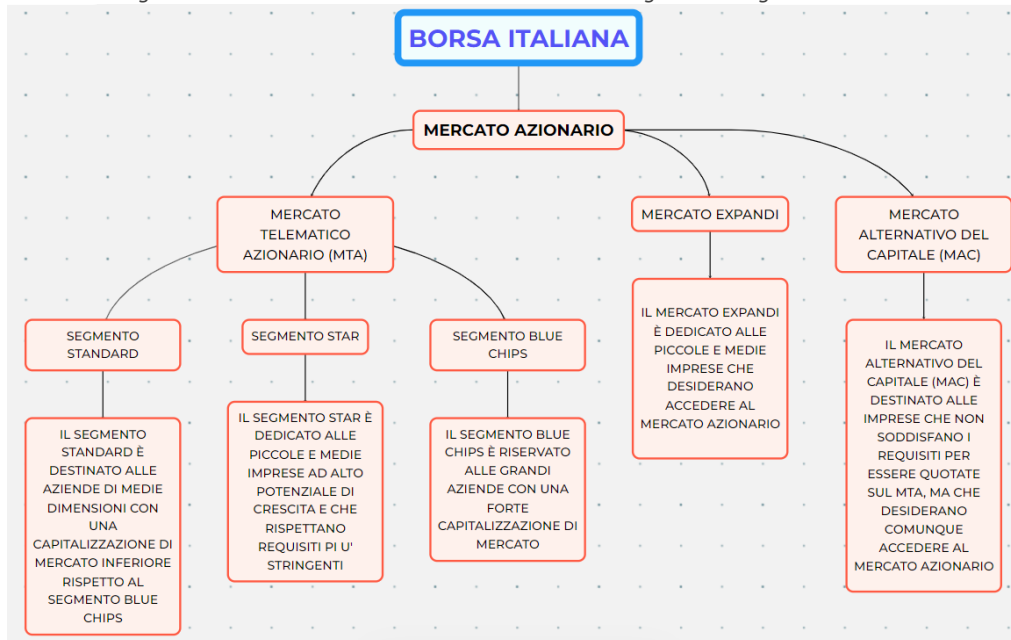
²⁶ La funzione di post-trading si divide in due momenti: il clearing, che riguarda la riduzione del rischio di regolamento e viene svolto dalla Cassa di Compensazione e Garanzia; il settlement, che riguarda la custodia dei titoli scambiati sui mercati ed è svolto da Monte Titoli.

²⁷ Con funzioni accessorie si intendono quelle attività che non riguardano strettamente la quotazione in Borsa di strumenti finanziari, come, ad esempio, l'affitto delle strutture di Borsa Italiana oppure i servizi amministrativi di supporto alle PMI.

Il passaggio di Borsa Italiana al gruppo Euronext

delle società acquisite e, quindi, Borsa Italiana continua a svolgere direttamente le funzioni di listing e di trading in senso stretto ed inizia a svolgere indirettamente le funzioni di post-trading e quelle accessorie²⁸.

Figura 1.3 – Il mercato azionario di Borsa Italiana a seguito dell'ingresso nel LSEG



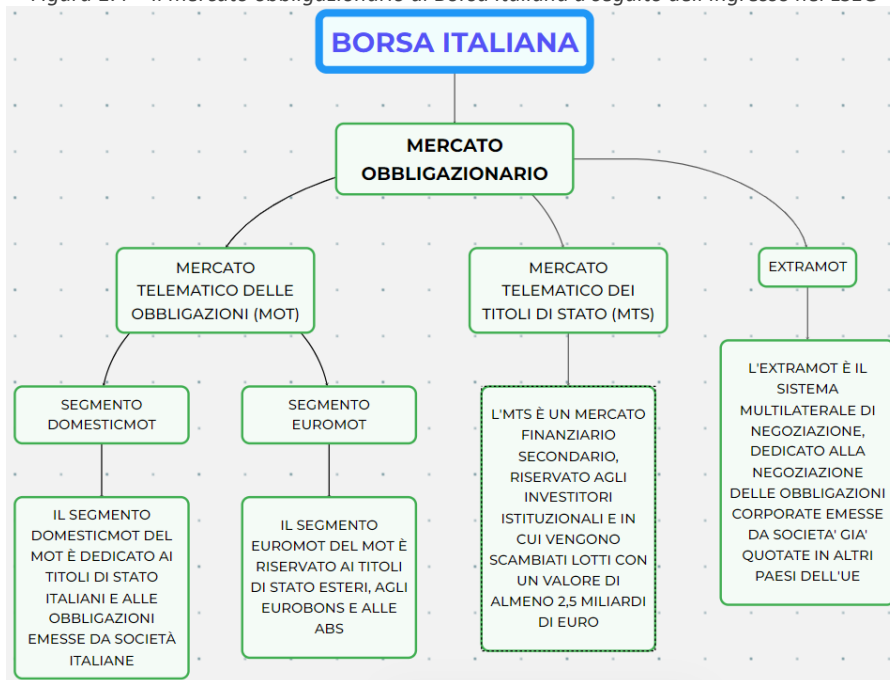
Fonte: Elaborazione propria con informazioni di Borsa Italiana

A seguito dell'acquisizione da parte del LSEG, Borsa Italiana modifica anche la propria offerta, articolandola in diversi comparti. Come illustrato nella figura 1.3, il principale mercato azionario regolamentato è il Mercato Telematico Azionario (MTA), al cui interno si trovano diversi segmenti come, ad esempio, quello dedicato alle PMI ad elevati requisiti (segmento STAR) e quello dedicato alle imprese ad alta capitalizzazione (segmento Blue Chip). Altri mercati azionari sono il mercato Expandi, che favorisce la quotazione di imprese di piccola dimensione, e il Mercato

²⁸ Prima dell'ingresso nel LSEG, i soggetti che svolgevano le funzioni di post-trading (Settlement e Clearing) erano società azioniste di Borsa Italiana (Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia); ora, invece, è LSEG a controllare tali società e delega la gestione delle stesse a Borsa Italiana, che, quindi, indirettamente inizia a svolgere le funzioni di post-trading.

Alternativo del Capitale (MAC), sistema multilaterale di negoziazioni dedicato alle PMI italiane e riservato agli investitori istituzionali²⁹.

Figura 1.4 – Il mercato obbligazionario di Borsa Italiana a seguito dell'ingresso nel LSEG



Fonte: Elaborazione propria con informazioni di Borsa Italiana

La figura 1.4, invece, mostra la nuova configurazione del comparto obbligazionario. In particolare, il Mercato Telematico delle Obbligazioni (MOT), che è l'unico mercato obbligazionario regolamentato, si divide in due segmenti: il DomesticMOT, in cui vengono negoziati Titoli di Stato italiani e obbligazioni private emesse da società italiane, e l'EuroMOT, in cui vengono scambiati Titoli di

²⁹ Gli investitori istituzionali sono società o enti (privati o pubblici) che possono svolgere la funzione di intermediazione mobiliare. Si tratta di investitori che dispongono di ingenti risorse finanziarie e che investono in un'ampia gamma di strumenti finanziari. Questi possono essere società assicurative, banche, SGR, istituti di credito, OICR (SICAV e fondi comuni di investimento), holding finanziarie.

Stato esteri, Euro-obbligazioni (o Eurobonds)³⁰ e Asset Backed Securities³¹ (ABS)³². La principale differenza tra questi due segmenti è rappresentata dal sistema di liquidazione adottato. Infatti, nel DomesticMOT sono negoziati strumenti finanziari liquidati attraverso il sistema di liquidazione nazionale (il Monte Titoli), mentre nell'EuroMOT sono scambiati strumenti finanziari liquidabili attraverso i sistemi di liquidazione internazionali³³ (Euronext Clear e Clearstream Banking Luxembourg)³⁴.

Una piattaforma simile al MOT è il Mercato Telematico dei titoli di Stato (d'ora in poi, MTS), mercato secondario dedicato alla negoziazione di Titoli di Stato italiani ed esteri. Ciò che differisce il MTS dal MOT è l'entità minima che può essere scambiata su ciascun mercato. Infatti, essendo un mercato all'ingrosso, l'MTS è riservato ai soli investitori istituzionali, che possono scambiare lotti con un controvalore minimo di almeno 2,5 miliardi di euro. Nel MOT, invece, possono operare anche piccoli risparmiatori, con lotti dal valore più modesto.

³⁰ Le Euro-obbligazioni sono obbligazioni societarie a medio-lungo termine, emesse da imprese con sede in un paese diverso rispetto a quello su cui è allocato il titolo e in una valuta diversa rispetto a quella utilizzata nel Paese di collocamento del titolo.

³¹ Le ABS sono obbligazioni garantite da attività sottostanti ed emesse a seguito di un'operazione di cartolarizzazione, cioè la cessione a titolo oneroso di uno o più crediti da parte di una società a beneficio di un'altra società. In particolare, la società cedente vende i propri crediti ad una società-veicolo (Special Purpose Vehicle, SPV), che li acquista emettendo obbligazioni garantite dai crediti ceduti (che prendono il nome di ABS).

³² Cfr. DOMENICHELLI O., *Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento. L'approccio dell'investitore*, Giappichelli, Torino, 2007

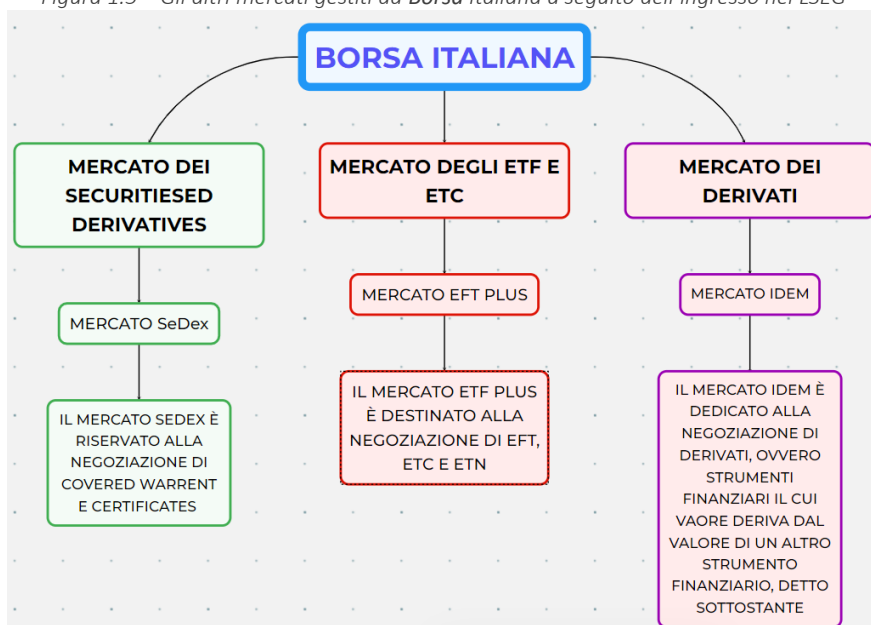
³³ I sistemi di liquidazione sono infrastrutture di mercato che consentono agli intermediari finanziari di liquidare le transazioni effettuate sui mercati finanziari. Essi si dividono in sistemi di liquidazione nazionali e internazionali; la principale differenza riguarda la dimensione e la portata del sistema. Infatti, i sistemi di liquidazione nazionali sono generalmente limitati a un singolo paese o regione, mentre i sistemi di liquidazione internazionali sono progettati per operare a livello globale.

³⁴ Cfr. *Il MOT: la struttura e le caratteristiche del MOT*, borsaitaliana.it

Capitolo 1

Borsa Italiana gestisce anche l'ExtraMOT, che è il sistema multilaterale di negoziazione (MTF)³⁵ dedicato alla negoziazione di obbligazioni *corporate* emesse da società (italiane o estere) già quotate in altri paesi dell'Unione Europea. Nell'ExtraMOT vengono scambiate anche obbligazioni bancarie non quotate e altri strumenti di debito emessi dalle PMI italiane³⁶.

Figura 1.5 – Gli altri mercati gestiti da Borsa Italiana a seguito dell'ingresso nel LSEG



Fonte: Elaborazione propria con informazioni di Borsa Italiana

Altri mercati gestiti da Borsa Italiana (Figura 1.5) sono: il mercato SeDex, dedicato ai Securitiesed Derivatives, in cui vengono negoziati Covered Warrent³⁷ e

³⁵ Un sistema multilaterale di negoziazione (Multilateral Trading Facilities, MTF) è un mercato finanziario, alternativo al mercato regolamentato, che viene gestito da una banca, un intermediario finanziario o un soggetto gestore di un mercato regolamentato. I MTF sono soggetti ad una regolamentazione meno stringente rispetto ai mercati regolamentati e, quindi, offrono una maggiore flessibilità, dovuta dalla possibilità di negoziare un gamma più ampia di strumenti finanziari.

³⁶ Cfr. *MOT ed ExtraMOT. I mercati obbligazionari MOT ed ExtraMOT: trasparenza ed efficienza*, Brochure "Mot ed ExtraMOT" di Borsa Italiana, settembre 2013, borsaitaliana.it

³⁷ I Covered Warrent sono contratti che conferiscono al sottoscrittore la facoltà di acquisto (put) o di vendita (call) di un'attività finanziaria sottostante ad un certo prezzo e ad una scadenza prestabilita.

Certificates³⁸; il mercato ETF Plus, in cui sono scambiati gli Exchange Traded Products (ETP), ovvero gli Exchange Traded Funds (ETF)³⁹, gli Exchange Traded Commodities (ETC)⁴⁰ ed gli Exchange Traded Notes (ETN)⁴¹; l'Italian Derivative Market (IDEM), dedicato alla negoziazione dei prodotti derivati, cioè strumenti finanziari il cui valore dipende dall'andamento del valore di un'attività sottostante⁴².

1.2.3 L'attenzione per le PMI: l'AIM Italia, il MIV e l'ExtraMOT PRO

La principale causa della crisi dei mutui subprime può essere individuata nell'insolvenza di numerosi mutuatari, che nell'agosto 2007, a seguito di un forte innalzamento dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve (nel giugno 2006, i tassi sono al 5,25%), non riescono a pagare la rata del mutuo subprime⁴³. Le banche, quindi, si ritrovano con un'enorme quantità di abitazioni in portafoglio, che ha un controvalore inferiore rispetto ai mutui subprime concessi (nel frattempo, infatti, l'offerta nel mercato immobiliare era aumentata e, quindi, i prezzi delle

³⁸ Gli Investment Certificates (o, più semplicemente, Certificates) sono prodotti derivati che replicano l'andamento di un'attività sottostante. Questi strumenti, a differenza dei prodotti derivati, permettono di investire su qualsiasi mercato o attività finanziaria senza dover versare margini di garanzia.

³⁹ Gli Exchange Traded Fund (ETF) sono fondi comuni di investimento o SICAV, che replicano l'andamento e, quindi, il rendimento di indici azionari, obbligazionari o di materie prime. Nel mercato ETF Plus vi sono tre segmenti: uno dedicato agli OICR aperti indicizzati, uno dedicato agli OICR aperti strutturati e uno dedicato agli ETC.

⁴⁰ Gli Exchange Traded Commodities (ETC) sono strumenti finanziari il cui valore dipende dall'andamento del valore di un'attività sottostante, che può essere una materia prima o un contratto derivato su materie prime.

⁴¹ Gli Exchange Traded Notes (ETN) sono strumenti finanziari il cui valore dipende dall'andamento del valore di un sottostante, che è un'attività finanziaria diversa dalle commodities.

⁴² Cfr. *I mercati di Borsa Italiana*, borsaitaliana.it

⁴³ I mutui subprime sono mutui ipotecari concessi a soggetti che non hanno accesso ai tassi di interesse di mercato e, generalmente, vengono utilizzati per l'acquisto di abitazioni e sono garantiti dall'immobile stesso.

Capitolo 1

abitazioni erano diminuiti). Ciò causa il depauperamento del patrimonio delle banche e, di conseguenza, la crisi finanziaria diventa una crisi bancaria.

Il depauperamento del patrimonio bancario crea un'elevata percezione di rischio di insolvenza delle banche e, per questo, i tassi interbancari (ovvero i tassi di interesse a cui le banche si finanziano l'un l'altra) subiscono un aumento. Le banche, in genere, “scaricano” questo aumento del tasso interbancario sui propri clienti (imprese e famiglie), incrementando il tasso di interesse richiesto agli stessi. Ciò genera il fenomeno del cosiddetto Credit Crunch, cioè una diminuzione della disponibilità finanziaria erogabile dal sistema bancario e/o un aumento del costo del credito bancario stesso. Poiché il mercato finanziario italiano ha una struttura bancocentrica in cui le PMI sono fortemente dipendenti dal credito bancario, in quel periodo molte imprese non riescono ad accedere a tale fonte di finanziamento (o vi accedono ad un costo molto elevato) e falliscono. L'economia del Paese, quindi, rallenta e la crisi finanziaria, che nel frattempo era diventata una crisi bancaria, diventa una crisi dell'economia reale. A fronte di questa situazione, Borsa Italiana e il LSEG decidono di porre in essere una serie di interventi per sostenere l'economia reale e, in particolare, per offrire alle PMI fonti di finanziamento alternative al credito bancario⁴⁴.

Innanzitutto, nel 2009 viene istituito l'AIM Italia, mercato azionario non regolamentato gestito da Borsa Italiana, volto a favorire la quotazione delle imprese di piccole e medie dimensioni. Quell'anno, il gruppo aveva rilevato una grave inefficienza dell'Expandi, il mercato regolamentato dedicato alle PMI: in particolare, le imprese di dimensioni ridotte tendevano a quotarsi in altri mercati o a cercare fonti di finanziamento alternative all'equity, per via dei requisiti di ammissione molto stringenti e degli elevati costi di quotazione. Quindi, dal 22

⁴⁴ Cfr. DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 2013

giugno 2009 il mercato Expandi viene sostituito con l'AIM Italia, che nasce sulla scia dell'esperienza ventennale dell'omonimo mercato AIM UK della Borsa di Londra (1995). Questo nuovo mercato offre numerosi vantaggi alle PMI, in quanto richiede requisiti di accesso e di permanenza più flessibili, prevede una procedura di ammissione più rapida e meno costosa e offre una maggiore visibilità internazionale⁴⁵.

Nel 2012, il mercato AIM Italia e il Mercato Alternativo del Capitale (MAC) vengono accorpati in un unico sistema multilaterale di negoziazione, denominato AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale (AIM Italia/MAC). Questo MTF è gestito e regolamentato da Borsa Italiana ed è dedicato alle PMI italiane ad alto potenziale di crescita. L'operazione di accorpamento ha una serie di obiettivi: il rafforzamento della visibilità e della credibilità del mercato; l'allineamento dei requisiti di ammissione dei due mercati, così da semplificare la procedura di quotazione; la razionalizzazione delle procedure operative, mediante la quale rendere il mercato più efficiente⁴⁶.

Un'altra iniziativa molto interessante proposta da Borsa Italiana è l'istituzione del Mercato degli *Investments Vehicle* (MIV). Infatti, a seguito della cancellazione del mercato Expandi, oltre al mercato AIM Italia, viene introdotto anche questo nuovo mercato regolamentato dedicato ai Veicoli di Investimento. Tale piattaforma è gestita da Borsa Italiana e ospita un numero elevato di *Investment Vehicle* sottoforma di Fondi di Investimento Alternativi (d'ora in poi, FIA), come fondi di *private equity* e *venture capital* oppure fondi immobiliari e di credito⁴⁷. La delibera della CONSOB n. 17302 del 4 maggio 2010, inoltre, ufficializza l'entrata

⁴⁵ Cfr. *Da lunedì 22 giugno 2009 accorpati i mercati MTA e Expandi di Borsa Italiana*, Comunicato Stampa di Borsa Italiana, 18 giugno 2009, borsaitaliana.it

⁴⁶ Cfr. *Nasce AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale*, Comunicato Stampa di Borsa Italiana, 26 gennaio 2012, borsaitaliana.it

⁴⁷ Cfr. TORRACCA P., *La SPAC: cos'è e perché sta riscuotendo successo*, Società & Tributi Week, Settimanale economico-giuridico, 21 marzo 2019, societaetributiweek.it

Capitolo 1

in vigore delle modifiche del “Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.”. Tali modifiche introducono un nuovo segmento professionale del MIV, specificamente dedicato alle Special Investment Vehicle (SIV). In questo modo, si permette l’accesso al mercato regolamentato anche alle Special Purpose Acquisition Companies (d’ora in poi, SPAC), che, fino a quel momento, potevano quotarsi solo sull’AIM Italia (sistema multilaterale di negoziazione che non era ancora stato accorpato al MAC)⁴⁸. Le SPAC sono società-veicolo costituite con l’obiettivo di raccogliere capitali, mediante la quotazione in Borsa, e acquisire o fondersi con una società non quotata (società-target), per permettere alla stessa di accedere alla quotazione in Borsa a condizioni più agevoli. Una volta approvata la Business Combination⁴⁹, infatti, la società-target può accedere alle negoziazioni sul MIV mediante un processo di ammissione semplificato e tempistiche ridotte. Le SPAC, quindi, rappresentano un meccanismo indiretto per favorire la raccolta di capitali delle PMI e facilitarne la quotazione sul mercato regolamentato⁵⁰.

Anche il comparto obbligazionario ha subito importanti modifiche a seguito dei numerosi interventi posti in essere da Borsa Italiana. Il primo fra tutti è rappresentato dall’approvazione del Decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83 (Decreto Sviluppo)⁵¹ convertito in legge dalla Legge 22 agosto 2013, n. 134, che modifica la disciplina relativa all’emissione delle obbligazioni da parte delle imprese non quotate⁵².

⁴⁸ Cfr. *Nuovo mercato dedicato alle Special Investment Vehicles*, Pubblicazioni: Diritto dei mercati finanziari, 28 maggio 2010, gop.it

⁴⁹ La Business Combination è il momento di acquisizione o fusione della società-target da parte della SPAC, che deve essere approvato dall’assemblea della SPAC. Se l’acquisizione non è approvata dall’assemblea, la società avvia la ricerca di una nuova società-target.

⁵⁰ Cfr. PAOLETTI A., *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, Rivista di Diritto Societario Giappichelli, 2017, rivistadirittosocietario.com

⁵¹ Il Decreto Sviluppo è stato modificato dal Decreto Crescita bis, ovvero il Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179

⁵² Cfr. *Legge 22 agosto 2013, n.134*, che converte in legge il *Decreto-legge 22 giugno 2012, n.83*

Prima del 2012, l'emissione di obbligazioni societarie era disciplinata esclusivamente dal Codice civile (artt. 2410-2420 ter). In particolare, l'articolo 2412 cc poneva un limite quantitativo all'emissione di obbligazioni. Il comma 1, infatti, stabiliva che *“la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato [...]”*⁵³. Inoltre, nello stesso comma, veniva precisato che tutte le società di capitali potevano emettere obbligazioni societarie, ad eccezione delle s.r.l. (quindi, S.p.A. e S.a.p.A.). Quest'ultimo divieto, in seguito, viene eliminato dal Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6; quindi, ad oggi, anche le Società a Responsabilità Limitata possono emettere obbligazioni societarie⁵⁴, seppur con alcuni vincoli e limitazioni⁵⁵.

Il comma 5, poi, stabiliva che: *“I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni”*⁵⁶. In altre parole, il limite posto dal primo comma non si applicava nei casi in cui fossero stati rispettati congiuntamente due requisiti: l'emissione di obbligazioni avesse riguardato imprese con azioni quotate in mercati regolamentati; le obbligazioni fossero destinate ad essere quotate in mercati regolamentati. Inoltre, il suddetto limite non si applicava nel caso di obbligazioni convertibili in azioni. È chiaro che con queste limitazioni, una società

⁵³ Art. 2412, comma 1, Codice civile

⁵⁴ Cfr. Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n.6

⁵⁵ Il principale vincolo posto alle s.r.l. è quello di dover collocare le obbligazioni societarie emesse solo tra investitori qualificati.

⁵⁶ Art. 2412, comma 5, Codice civile

Capitolo 1

di dimensioni contenute e non quotata trovava difficoltà nell'accedere al mercato obbligazionario, se non per importi molto limitati⁵⁷.

Il Decreto Sviluppo del 2012 consente anche alle PMI non quotate di emettere bond senza alcun limite o svantaggio fiscale, in quanto vengono eliminate le differenze tra società quotate e non quotate in termini di emissioni obbligazionarie. In questo modo, anche le PMI non quotate possono emettere titoli per la raccolta di capitale di credito per un valore eccedente il doppio del proprio patrimonio netto e, quindi, accedere a tutti gli effetti ad un canale di finanziamento alternativo al credito bancario⁵⁸. A tal proposito, il Decreto Sviluppo 83/2012 introduce i minibond⁵⁹, obbligazioni a medio-lungo termine emesse da società non quotate⁶⁰ che possono essere sottoscritte solo da investitori professionali⁶¹ e investitori qualificati⁶². I principali requisiti da rispettare affinché una società possa emettere minibond

⁵⁷ Cfr. BUSANI A., *Bond, in chiaro l'obiettivo-Borsa. Le non quotate hanno ora accesso al mercato obbligazionario*, Il Sole24Ore, Milano, 16 luglio 2014, ilsole24ore.com

⁵⁸ Cfr. *La nuova normativa sulle obbligazioni delle società non quotate*, Dati e analisi, 23 gennaio 2013, bebeez.it

⁵⁹ I minibond sono introdotti e disciplinati dal *Decreto-Legge 22 giugno 2012, n. 83* (Decreto Sviluppo), che viene convertito in legge dal *Decreto-Legge 18 ottobre 2012, n. 179* (Decreto Crescita bis) e modificato dal *Decreto-Legge 23 dicembre 2012, n. 145* (piano Destinazione Italia) e dal *Decreto-Legge 24 giugno 2014, n. 91* (Decreto competitività).

⁶⁰ Occorre evidenziare che, a seguito del Decreto Sviluppo del 2012, le PMI (quotate e non quotate) possono emettere obbligazioni. In particolare, le PMI non quotate possono emettere solo minibond (e non obbligazioni ordinarie; così come le imprese di grandi dimensioni non quotate), mentre le PMI quotate possono emettere solo obbligazioni ordinarie (che prevedono requisiti più stringenti rispetto ai minibond). In altre parole, le obbligazioni ordinarie possono essere emesse solo dalle PMI quotate, mentre i minibond possono essere emessi solo dalle società non quotate (PMI ed imprese di grandi dimensioni).

⁶¹ Gli investitori professionali sono investitori individuali o enti (e, quindi, possono essere anche investitori istituzionali) che svolgono attività professionale di investimento, come consulenti finanziari, gestori patrimoniali e banche d'investimento. Si tratta di investitori che hanno una formazione e una competenza specifica nel settore degli investimenti finanziari.

⁶² Gli investitori qualificati sono investitori individuali (e, quindi, non istituzionali) che possiedono un patrimonio netto superiore a 500.000 euro oppure un reddito annuo superiore a 200.000 euro. Possono essere investitori qualificati anche persone giuridiche (come una società di capitali) con un fatturato annuo superiore a 2 milioni di euro.

sono⁶³: l'emittente sia una società non quotata residente in Italia (eccetto una microimpresa); il prestito obbligazionario sia inferiore a 50 milioni di euro; l'emittente abbia pubblicato gli ultimi due bilanci (l'ultimo deve essere certificato da una società di revisione); l'obbligazione non sia già quotata su un mercato regolamentato, aperto agli investitori retail⁶⁴. Nel processo di emissione dei minibond, inoltre, vi sono due attori focali coinvolti. L'Advisor finanziario assiste l'impresa in tutti gli step necessari per effettuare l'emissione obbligazionaria, coordina gli altri attori coinvolti nel processo e verifica la fattibilità e la convenienza economico-finanziaria dell'operazione. Gli Arranger, invece, sono soggetti che assistono l'emittente nella strutturazione dell'offerta dei minibond e nel loro collocamento, preparando l'azienda e i suoi soci all'emissione e alla vendita dei titoli⁶⁵.

Per favorire la quotazione dei minibond e degli altri titoli obbligazionari, l'11 febbraio 2013 viene istituito il segmento professionale del mercato ExtraMOT: l'ExtraMOT PRO. Per intuire l'importanza di questo nuovo segmento, occorre prima precisare la differenza tra titoli di credito quotati e non quotati in mercati regolamentati. In particolare, le obbligazioni quotate offrono una serie di vantaggi sia a beneficio degli emittenti sia a beneficio degli investitori. Per quanto riguarda l'emittente, la quotazione dei titoli obbligazionari ha effetti positivi sulla liquidità del titolo (che, a sua volta, rende il titolo più "appetibile"), sulla visibilità e credibilità dell'impresa (che, a loro volta, possono attirare nuovi investitori) e sul numero di investitori a cui la società ha accesso. Gli investitori, invece, godono di maggiore liquidità del titolo (che permette il disinvestimento dal titolo in qualsiasi momento e ad un prezzo economicamente vantaggioso) e di maggiore trasparenza

⁶³ Cfr. *Che cosa sono i minibond*, Comunicazione, 13 settembre 2023, finlombarda.it

⁶⁴ Cfr. PIETROLUONGO M., *I mini-bond: caratteristiche e funzioni*, lus in *Itinere*, Rivista Giuridica, 24 gennaio 2020, iusinitinere.it

⁶⁵ Cfr. *Minibond (Guida 2023): cosa sono e come funzionano le obbligazioni delle PMI*, Articoli di finanza straordinaria di Finera, 26 gennaio 2023, finera.it

Capitolo 1

della società (dovuta ai requisiti di disclosure che gli emittenti sono tenuti a rispettare)⁶⁶.

Quindi, nel 2013 con l'intento di rendere più agevole la negoziazione e la quotazione dei titoli obbligazionari viene istituito l'ExtraMOT PRO. Si tratta di un sistema multilaterale di negoziazione, dedicato allo scambio di obbligazioni *corporate*, strumenti partecipativi, cambiali finanziarie, titoli di enti locali, project bond e strumenti del mercato monetario. È riservato ai soli investitori professionali, la cui presenza permette agli emittenti di accedere al mercato senza dover rispettare requisiti di accesso e di permanenza troppo stringenti. L'ExtraMOT PRO offre anche vantaggi in termini economici: difatti, non essendo prevista la presenza di uno Sponsor (o Listing Partner) per la quotazione e la permanenza in tale segmento, l'emittente non è gravato da costi accessori troppo onerosi; in questo modo, anche le PMI con risorse finanziarie limitate hanno la possibilità di accedere al mercato⁶⁷.

In pochi anni, l'ExtraMOT PRO diventa il principale mercato di riferimento per la negoziazione dei minibond, tanto che nel 2017 l'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano registra un'enorme crescita nell'utilizzo di questi strumenti finanziari: la raccolta di capitali effettuata mediante minibond in quell'anno ammonta a 1.4 miliardi di euro (il doppio rispetto al 2016)⁶⁸. Nel 2019, Pietro Poletto, responsabile dei mercati obbligazionari di Borsa Italiana dal 2016 al 2021, commenta così i risultati conseguiti dal segmento ExtraMOT PRO: “[...] *In sei*

⁶⁶ Cfr. *Mot ed ExtraMOT. Le Obbligazioni e i Titoli di Stato: rendimento e protezione*, Brochure “Mot e Titoli di Stato” di Borsa Italiana e London Stock Exchange Group, marzo 2014, borsaitaliana.it

⁶⁷ Cfr. *ExtraMOT PRO. Il mercato di riferimento dei minibond*, Brochure “Che cos'è ExtraMOT PRO” di Borsa Italiana, 2014, borsaitaliana.it

⁶⁸ Cfr. *4° Report italiano sui Mini-bond*, Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-bond, 2017, osservatoriocrowdinvesting.it

anni questo segmento ha accompagnato oltre 230 società con una raccolta complessiva di 22 miliardi di euro [...]”⁶⁹.

Nel 2018, poi, Borsa Italiana modifica nuovamente l’assetto del proprio comparto obbligazionario, istituendo un nuovo segmento professionale. Il 24 settembre 2018, infatti, nasce l’ExtraMOT PRO3, segmento professionale del MOT dedicato principalmente alle emissioni e alle quotazioni obbligazionarie delle PMI. L’obiettivo di Borsa Italiana è quello di facilitare ulteriormente l’accesso al mercato dei capitali alle imprese di piccole e medie dimensioni e di aumentarne la visibilità sui mercati internazionali. L’ExtraMOT PRO3 può essere definito “complementare” all’ExtraMOT PRO nel senso che entrambi i mercati sono dedicati alla negoziazione e quotazione dei titoli di credito, ma ciascuno di essi offre opzioni diverse agli emittenti e agli investitori. Nell’ExtraMOT PRO3, infatti, a differenza dell’ExtraMOT PRO, possono essere scambiati titoli non garantiti, titoli con durata inferiore a 5 anni e titoli con valore di emissione inferiore a 50 milioni di euro. Quindi, si tratta di un segmento che offre alle PMI ulteriori strumenti finanziari mediante i quali accedere al mercato dei capitali. Allo stesso tempo, però, gli investitori devono prestare maggiore attenzione in quanto la possibilità di negoziare titoli più rischiosi⁷⁰ genera un livello di tutela inferiore rispetto all’ExtraMOT PRO⁷¹.

⁶⁹ Cfr. *Borsa Italiana presenta ExtraMOT PRO3, nuovo segmento obbligazionario per PMI*, Notizie Finanza Teleborsa, 24 settembre 2019, teleborsa.it

⁷⁰ La rischiosità e, quindi, il rendimento di un titolo obbligazionario sono direttamente proporzionali e dipendono da molteplici fattori. In primis, la rischiosità del titolo aumenta se il titolo non è garantito da prestiti, ipoteche o crediti. Inoltre, la rischiosità di un titolo obbligazionario è inversamente proporzionale alla liquidità del titolo stesso: minore è il valore complessivo dell’emissione obbligazionaria, maggiore è la rischiosità del titolo (rischio di liquidità). Infine, minore è la durata del prestito obbligazionario e maggiore è il rischio associato al titolo stesso (in quanto l’emittente ha a disposizione meno tempo per rimborsare gli investitori).

⁷¹ Cfr. *Al via ExtraMOT PRO3, il nuovo segmento obbligazionario di Borsa Italiana dedicato alle PMI*, Comunicato Stampa di Borsa Italiana, 24 settembre 2019, borsaitaliana.it

Le iniziative poste in essere congiuntamente da Borsa Italiana e LSEG hanno consentito alle imprese di accedere a fonti di finanziamento quasi sconosciute fino a quel momento. Ciò ha permesso di salvare molte PMI dal fallimento e di risollevare l'economia nazionale ed europea, gravemente colpita dalle crisi dei mutui subprime e del debito sovrano. È interessante osservare che molti di questi interventi riguardarono il comparto obbligazionario, piuttosto che quello azionario. Infatti, al momento dell'acquisizione di Borsa Italiana, LSEG disponeva già di mercati azionari ben funzionanti e sviluppati ed il suo obiettivo era quello di investire sul MOT (al tempo punto di forza di Borsa Italiana), così da poter offrire un'offerta completa ai propri clienti.

1.3 Borsa Italiana entra nel gruppo Euronext

1.3.1 La super Borsa Londra-Francoforte e l'offerta di acquisto della Borsa di Hong Kong

Nel 2016 viene ufficializzata la nascita della super Borsa Londra-Francoforte-Milano. Difatti, il 16 marzo 2016 viene stipulato l'accordo che sancisce la fusione alla pari tra la Borsa di Francoforte e quella di Londra. Agli azionisti tedeschi è assegnato il 54,4% delle quote di controllo, agli azionisti inglesi il 45,6% delle quote di controllo e la nuova società mantiene le sedi di Francoforte e Londra. Da una ricerca effettuata dall'Ufficio Studi di Mediobanca emerge che l'operazione avrebbe generato effetti positivi per entrambe le società in termini di risparmi (circa 450 milioni di euro risparmiati ogni anno), ricavi complessivi (circa 3,7 miliardi di euro complessivi, di cui 2,4 riferiti alla piazza tedesca e 1,3 a quella inglese) e occupazione (oltre 9.000 dipendenti). Inoltre, secondo le stime, la super Borsa Londra-Francoforte-Milano avrebbe superato in termini di capitalizzazione (5.100

miliardi di euro) le Borse di Tokyo e Shanghai, rimanendo alle spalle solo del Nasdaq (6.700 miliardi di euro) e del Nyse (16.300 miliardi di euro)⁷².

Tuttavia, una volta inviato il progetto di fusione da 29 miliardi di euro all'autorità Antitrust, la Commissione dell'Unione Europea (d'ora in poi, Commissione UE) avvia un'indagine approfondita per verificare quali effetti avrebbe avuto l'operazione sul limitare la concorrenza nei mercati. Il 28 marzo 2017 (giorno dell'annuncio della Brexit), la Commissione UE boccia il progetto di fusione tra Deutsche Börse e LSEG, stabilendo che *“La concentrazione fra DB e LSE avrebbe considerevolmente ridotto la concorrenza con la creazione di un monopolio in un settore chiave [...]”*. Inoltre, Margrethe Vestager, commissario europeo per la concorrenza dal 2014, aggiunge che *“[...] l'intera economia cresce quando le aziende possono raccogliere denaro sui mercati finanziari competitivi. Una fusione tra il LSE e Deutsche Börse avrebbe creato un monopolio di fatto nel cruciale settore degli strumenti a reddito fisso (obbligazioni e pronti contro termine)”*⁷³.

Nel 2019, a sorpresa, arriva un'offerta da parte della Borsa di Hong Kong per l'acquisto del LSEG (compresa Borsa Italiana) di circa 39 miliardi di euro. Nonostante il forte interessamento della Borsa cinese, nel settembre 2019 il Consiglio di Amministrazione (d'ora in poi, CdA) del LSEG respinge l'offerta all'unanimità, considerando la strategia e la fattibilità del progetto poco credibili. La principale preoccupazione del gruppo londinese, infatti, era rappresentata dalla forte eterogeneità che caratterizzava le strutture dei Board (cioè, dei CdA) delle rispettive Borse. Queste strutture molto diverse, secondo LSEG, avrebbero reso la transazione complicata ed incerta (a differenza di quanto promesso dalla Borsa

⁷² Cfr. *Borsa, fusione record Londra-Francoforte: sarà la prima al mondo per ricavi e dipendenti*, AdnKronos, 16 marzo 2016, adnkronos.com

⁷³ Cfr. *Borsa, l'Antitrust UE blocca la fusione Londra-Francoforte*, La Repubblica, 29 marzo 2017, repubblica.it

cinese). Di conseguenza, il gruppo decise di non prendere in considerazione ulteriori offerte⁷⁴.

1.3.2 L'acquisto da parte del gruppo Euronext

Nel 2019, LSEG annuncia di voler acquisire Refinitiv, fornitore globale di dati e infrastrutture sui mercati finanziari. Ad agosto, LSEG raggiunge un accordo di fusione con la società per circa 27 miliardi di euro. Tuttavia, nel giugno 2020 viene avviata un'inchiesta da parte della Commissione UE per verificare gli effetti che tale operazione avrebbe avuto sulla concorrenza. Infatti, la sezione di trading di LSEG (TradeElect) e quella di Refinitiv (TradeWeb), al tempo, erano leader nei propri mercati (specie nel trading di Titoli di Stato europei). Quindi, la principale preoccupazione del legislatore riguardava l'eccessiva limitazione della concorrenza che la fusione avrebbe potuto generare. Difatti, pochi mesi dopo, arriva il no definitivo da parte dell'autorità Antitrust, che rigetta ufficialmente l'operazione di fusione⁷⁵. Il commissario europeo per la concorrenza, Margrethe Vestager, commenta così la scelta della Commissione UE: *“per il buon funzionamento del mercato finanziario, è fondamentale garantire che i partecipanti continuino ad avere accesso ad infrastrutture e prodotti a condizioni competitive”*⁷⁶.

Un mese dopo, al fine di ottenere l'approvazione da parte della Commissione EU per l'acquisizione del gruppo Refinitiv, LSEG comunica di voler vendere le proprie quote del MTS (62,5%), mercato dei Titoli di Stato controllato da Borsa Italiana e riservato agli investitori istituzionali. In seguito, a fronte delle numerose

⁷⁴ Cfr. *London Stock Exchange respinge l'offerta della Borsa di Hong Kong*, Il Sole24Ore, Milano, 13 settembre 2019, ilsole24ore.com

⁷⁵ Cfr. *LSEG all-share acquisition of Refinitiv - Update*, Media center di LSEG, 28 gennaio 2021, lseg.com

⁷⁶ Cfr. FOLLIS A., *London Stock Exchange, antitrust europeo indaga sull'acquisizione di Refinitiv*, 23 giugno 2020, euractiv.it

Il passaggio di Borsa Italiana al gruppo Euronext

offerte di acquisto ricevute da parte della Deutsche Börse⁷⁷ e dell'Euronext Group, LSEG decide di vendere l'intera Borsa Italiana⁷⁸. Ad ottobre, infatti, il London Stock Exchange accetta un'offerta di 4,3 miliardi di euro del gruppo Euronext, una holding di diritto olandese, e il 29 aprile 2021 Borsa Italiana entra ufficialmente a far parte del gruppo. Euronext è un gruppo borsistico paneuropeo che, prima dell'acquisizione di Borsa Italiana, gestiva le Borse di Amsterdam, Bruxelles, Dublino, Lisbona, Oslo e Parigi (oggi anche Milano, Praga, Riga, Varsavia e Vilnius). Quindi, con l'ingresso di Borsa italiana, nasce il primo gruppo borsistico paneuropeo in termini di capitalizzazione di mercato e di numero di società quotate. Nelle Borse gestite da Euronext sono quotate circa 1.800 società, che costituiscono una capitalizzazione aggregata pari a 4.400 miliardi di euro (2021)⁷⁹. A seguito dell'acquisizione di Borsa Italiana, si ha anche la nascita della prima piazza europea per il mercato secondario (circa 11,7 miliardi di euro di valore azionario negoziato quotidianamente) e la nascita della prima piazza europea per l'equity financing (oltre 42 miliardi di euro raccolti nel 2019 per finanziarie società europee)⁸⁰. Inoltre, con l'ammissione in Euronext, Cassa Depositi e Prestiti Equity (d'ora in poi, CDP Equity) ed Intesa Sanpaolo diventano azionisti del neo-gruppo mediante la sottoscrizione di un private placement (o aumento di capitale riservato) da 579 milioni di euro. CDP Equity sottoscrive circa 490 milioni di euro, acquisendo una partecipazione del 7,3%, quota di controllo in linea con quella della Caisse des

⁷⁷ Cfr. ROMANO B., *Deutsche Börse rilancia su Euronext*, Il Sole24Ore, Milano, 20 giugno 2006, p.33, ilsole24ore.com

⁷⁸ Cfr. *Borsa Italiana in vendita: LSE tratta per cedere Piazza Affari o MTS*, Il Sole24Ore, Milano, 31 luglio 2020, ilsole24ore.com

⁷⁹ Cfr. *LSE vende Borsa Italiana ad Euronext per 4,32 miliardi*, Il Sole24Ore, Milano, 9 ottobre 2020, ilsole24ore.com

⁸⁰ Cfr. LAMBIASE A., *La quotazione in Borsa delle PMI. Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2022

Dépôts et Consignations (CDP francese); Intesa San Paolo, invece, sottoscrive circa 89 milioni di euro, acquisendo una partecipazione del 2%⁸¹.

Nonostante l'acquisizione del colosso dei Big Data Refinitiv costituisca il principale motivo per cui LSEG decide di vendere Borsa Italiana, vi sono altri fattori che hanno condizionato le decisioni del gruppo inglese. Infatti, è importante ricordare che la scissione tra la Borsa di Milano e quella di Londra avviene parallelamente all'ufficializzazione della Brexit (1 febbraio 2020). Quindi, la cessione di Piazza Affari rappresenta per LSEG anche una sorta di Brexit "finanziaria", ovvero un ulteriore passo verso l'allontanamento dal Vecchio Continente per favorire lo spostamento del baricentro economico inglese verso gli Stati Uniti. Inoltre, quando il gruppo londinese acquistò Borsa Italiana, l'idea era quella di rendere Piazza Affari un mercato dedicato al mondo del lusso. Tuttavia, il progetto naufragò quando, nel 2011, Prada, una delle principali società del settore luxury, si quotò alla Borsa di Hong Kong, piuttosto che a quella di Milano. Tutti questi fattori favorirono il divorzio tra Borsa Italiana e LSEG e il conseguente matrimonio tra LSEG-Refinitiv e Borsa Italiana-Euronext⁸².

1.3.3 L'offerta di Borsa Italiana dopo il rebranding dei listini

Dopo l'ingresso nel gruppo Euronext, Piazza Affari ha avviato un processo di rebranding dei listini equity e, dal 25 ottobre 2021, viene modificato il nome di alcuni mercati azionari di Borsa Italiana. Il Mercato Telematico Azionario (MTA) diventa Euronext Milan (EXM) e rappresenta il mercato dedicato alla quotazione delle imprese di media-grande capitalizzazione. All'interno del MTA, si trovava il segmento STAR che, a seguito del rebranding, prende il nome di Euronext STAR

⁸¹ Cfr. *Il gruppo CDP entra in Euronext. CDP Equity acquisisce il 7,3% sottoscrivendo un aumento di capitale riservato*, Comunicato stampa di CDP, 29 aprile 2021, cdpequity.it

⁸² Cfr. FILIPPETTI S., *La Brexit finanziaria della Borsa di Londra: LSE cambia pelle e ora sceglie gli USA*, Milano, 3 agosto 2020, ilsole24ore.com

Il passaggio di Borsa Italiana al gruppo Euronext

Milan (l'acronimo rimane STAR) ed è riservato alle PMI che seguono requisiti apprezzati da investitori globali in termini di governance, trasparenza e liquidità. L'AIM Italia/MAC (AIM/MAC) diventa Euronext Growth Milan (EGM) ed è il mercato regolamentato dedicato alle PMI dinamiche e competitive; all'interno dell'EGM, si trova un Segmento Professionale riservato agli investitori professionali e rivolto a start-up e scale-up, a società che preferiscono accedere con gradualità al mercato (cioè, dotandosi progressivamente delle strutture necessarie ad operare nei mercati) e a società che vogliono aumentare la visibilità agli occhi degli investitori prima di quotarsi (just listing)⁸³. Infine, il Mercato degli Investment Vehicle (MIV) prende il nome di Euronext MIV Milan (l'acronimo rimane MIV) e rappresenta il mercato dedicato alla quotazione dei Veicoli di Investimento; al suo interno, è presente un Segmento Professionale dedicato alla quotazione delle Special Investment Vehicle (SIV), come ad esempio le SPAC.

Tabella 1.1 – Il rebranding dei mercati azionari di Borsa Italiana

LONDON STOCK EXCHANGE GROUP			EURONEXT GROUP		
Denominazione mercato	Sigla	Codice MIC	Denominazione mercato	Sigla	Codice MIC
Mercato Telematico Azionario	MTA	MTAA	Euronext Milan	EXM	MTAA
AIM Italia/MAC	AIM/MAC	XAIM	Euronext Growth Milan	EGM	EXGM
Mercato degli Investment Vehicle	MIV	XMIV	Euronext MIV Milan	MIV	XMIV

Fonte: elaborazione propria con informazioni della Consob

Nella Tabella 1.1 viene riassunto il processo di rebranding dei listini azionari di Borsa Italiana, evidenziando come cambiano i nomi, le sigle e i codici MIC⁸⁴ di ciascun mercato⁸⁵.

⁸³ Cfr. *Modifiche al Regolamento dei Mercati. Ridenominazione dei mercati MTA e MIV*, Comunicato stampa di Borsa Italiana, 27 settembre 2021, [borsaitaliana.it](https://www.borsaitaliana.it)

⁸⁴ Il codice MIC è uno codice standard internazionale, sviluppato dall'Organizzazione Internazionale della Standardizzazione ed utilizzato per identificare scambi, piattaforme di trading, mercati regolamentati e non regolamentati.

⁸⁵ Cfr. *Borsa Italiana announces changes to its Market Data products and pricing*, Comunicato di Borsa Italiana, 29 settembre 2021, [borsaitaliana.it](https://www.borsaitaliana.it)

Capitolo 1

Anche i mercati obbligazionari hanno subito una ridenominazione a seguito dell'ingresso di Borsa Italiana nel gruppo Euronext. Il MOT rimane l'unico mercato obbligazionario regolamentato ed è leader europeo in termini di fatturato (1.048 miliardi di euro nel 2022) e scambi (in media, 14,3 milioni di euro scambiati quotidianamente nel 2022)⁸⁶. Come precedentemente detto, si tratta di un mercato "al dettaglio", a cui possono accedere anche gli investitori retail e in cui sono negoziati Titoli di Stato ed obbligazioni diverse da quelle convertibili. All'interno del MOT, è presente un segmento, l'ExtraMOT, che consente di investire in obbligazione quotate in altri paesi dell'UE. Questo sistema multilaterale di negoziazione, negli anni, si è arricchito dei segmenti professionali ExtraMOT PRO (2013) ed ExtraMOT PRO3 (2019), riservati alla quotazione di obbligazioni *corporate*, commercial paper, ABS, titoli non garantiti e altri strumenti di credito. In questo caso, il processo di rebranding ha interessato il mercato ExtraMOT che, a partire da settembre 2023, è stato ridenominato Milano Access Milan⁸⁷.

Il Mercato Telematico dei titoli di Stato (MTS), ovvero il mercato secondario riservato agli investitori istituzionali e dedicato alla negoziazione dei Titoli di Stato italiani ed esteri, non ha subito alcuna ridenominazione. Tuttavia, a seguito dell'incorporazione di Borsa Italiana, il gruppo Euronext ha acquisito il 51% delle quote di controllo del MTS. Quindi, ad oggi, MTS è una società controllata da Euronext, ma continua ad operare come un mercato indipendente, con la propria sede (Roma) e la propria governance (cioè, quella di MTS S.p.A.).

Con l'ingresso in Euronext, viene anche istituito un nuovo mercato, l'EuroTLX, in cui sono negoziati diversi strumenti finanziari. Si tratta di un MTF in cui gli strumenti finanziari scambiati sono ripartiti, in base alle caratteristiche e

⁸⁶ Cfr. *Euronext announces volumes for December 2022*, Euronext Press Releases, 6 gennaio 2023, euronext.com

⁸⁷ Cfr. *Mercato Telematico delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato*, Glossario finanziario di Borsa Italiana, borsaitaliana.it

alle modalità di negoziazioni, in tre diversi segmenti⁸⁸: il segmento Bond-X per la negoziazione di obbligazioni e altri titoli di credito come strumenti partecipativi, obbligazioni cum warrant e covered bond; il segmento Equity per la negoziazione di azioni e certificati rappresentativi di azioni; il segmento Cert-X⁸⁹ per la negoziazione di Covered Warrant e Certificates⁹⁰.

Infine, il mercato IDEM, il mercato ETF Plus e il mercato SeDex non hanno subito grandi modifiche. L'unico aspetto rilevante è rappresentato dal rischio di chiusura della piattaforma ATFund. Infatti, il 1° ottobre 2018 è stato istituito questo MTF dedicato alla negoziazione degli OICR aperti (fondi comuni di investimento aperti e SICAV), per permettere agli investitori retail di “scavalcare” l'intermediazione dei promotori finanziari. Con la revisione dei mercati di Piazza Affari, l'ATFund è a rischio chiusura, ma nessuna decisione definitiva è ancora stata presa. Infatti, sono in molti a sostenere che questo mercato costituisca una realtà innovativa per la quotazione dei fondi comuni di investimento (d'ora in poi, FCI) e per la tutela degli investitori. L'ex Ministro dell'economia e delle finanze, Daniele Franco, dichiara che “[...] Con la chiusura del mercato ATFund, società con prodotti competitivi e diversi, non potrebbero raggiungere il cliente retail in nessun modo e sarebbero, quindi, destinate a non svilupparsi”⁹¹.

Occorre sottolineare che le principali caratteristiche dei mercati azionari e obbligazionari (in termini di fasi per l'ammissione, requisiti di accesso, costi di

⁸⁸ Cfr. *Il mercato EuroTLX*, Glossario finanziario di Borsa Italiana, borsaitaliana.it

⁸⁹ La principale differenza tra il segmento Cert-X del mercato EuroTLX e il mercato SeDex risiede nella tipologia di prodotti finanziari trattati. Nel SeDex, infatti, vengono scambiati sia Warrant sia Certificates, mentre il segmento Cert-X è specializzato nella quotazione di certificati di investimenti e altri strumenti finanziari complessi (con caratteristiche molto specifiche, che richiedono maggiore attenzione da parte degli investitori). Quindi, il SeDex è rivolto ad un pubblico più ampio di investitori, mentre il Cert-X è rivolto ad un pubblico più ristretto di investitori esperti.

⁹⁰ Cfr. *MOT, Euronext Access Milan e Bond-X*, Mercato Fixed Income, borsaitaliana.it

⁹¹ Cfr. DAL MASO E., *Borsa SpA, ATFund a rischio chiusura. L'interpellanza a Mef e Consob*, *Notizie di Milano Finanza*, 4 aprile 2022, milanofinanza.it

quotazione e attori coinvolti), a seguito dell'ingresso in Euronext, rimangono pressoché immutate. Tuttavia, alcuni aspetti hanno subito rilevanti modifiche nel corso degli anni e vengono trattati nel secondo capitolo.

1.3.4 I cambiamenti apportati da Euronext

Il principale obiettivo del gruppo Euronext è quello di rendere più agevole l'accesso delle imprese ai mercati, in modo tale da permettere anche le PMI di accedere a canali di finanziamento alternativi al credito bancario, come l'equity o i titoli obbligazionari. Per perseguire questo obiettivo, nel 2021 Euronext approva il "Growth For Impact 2024", un piano strategico innovativo che deve essere portato avanti nei prossimi tre anni. "Let's Grow Together 2022", ovvero il progetto che lo aveva preceduto, prevedeva di far acquisire ad Euronext entro il 2022 il titolo di maggiore infrastruttura di mercato paneuropea. Questo target fu raggiunto con quasi due anni di anticipo, grazie all'acquisizione, nel 2020, di Nord Pool e VP Securities⁹² e, nel 2021, di Borsa Italiana⁹³. Quindi, due anni prima della scadenza del vecchio progetto, viene approvato questo nuovo piano strategico, i cui punti cardine sono rappresentati dallo sviluppo della leadership in Europa e dal rafforzamento della finanza sostenibile⁹⁴. A tal proposito, per incentivare le imprese ad intraprendere iniziative a favore dell'ambiente e della comunità, nel 2022 è stato approvato il progetto "Fit for 1.5°", un progetto che deve il proprio nome al fatto di perseguire il contenimento dell'aumento delle temperature globali al di sotto dei

⁹² Nord Pool è il più grande mercato di energia elettrica d'Europa (Euronext ne detiene il 66% delle quote di controllo). VP Securities è il Central Securities Depository (CSD) danese di totale proprietà del gruppo.

⁹³ Cfr. *Euronext announces its new strategic plan, Growth for Impact 2024*, Euronext Press Releases, 8 novembre 2021, euronext.com

⁹⁴ Il concetto di finanza sostenibile fa riferimento al fatto che, negli ultimi anni, le decisioni di investimento non si basano più solo su fattori finanziari, ma tengono conto anche di altri aspetti, cioè dei criteri ESG (Environmental, Social, Governance). I criteri ESG sono indicatori che permettono di valutare un'impresa non solo riguardo ad aspetti finanziari, ma anche in base al profilo ambientale, al profilo sociale e alla buona governance.

Il passaggio di Borsa Italiana al gruppo Euronext

1.5°C. Il raggiungimento di tale target si concretizza mediante tre scopi (o “Scopes”): la riduzione del 70% (rispetto ai dati del 2020) delle emissioni prodotte dal riscaldamento degli edifici del gruppo entro il 2030 (Scope 1); la riduzione del consumo di elettricità prodotto dagli edifici del gruppo (Scope 2); la riduzione del 46% (rispetto ai dati del 2019) delle emissioni connesse ai viaggi lavorativi dei dipendenti del gruppo entro il 2030 (Scope 3)⁹⁵.

Un interessante intervento posto in essere al fine di raggiungere gli obiettivi di sostenibilità stabili nel Fit for 1.5° è rappresentato dal trasferimento del principale Data Center del gruppo e dei suoi servizi da Basildon (Gran Bretagna) a Ponte San Pietro (in provincia di Bergamo). I principali fattori che inducono Euronext a prendere questa decisione sono la Brexit e l'estrema importanza assunta dalla neoacquisita Borsa Italiana. Quindi, il 15 giugno 2022, a soli 14 mesi dall'ufficializzazione del trasferimento, viene completata la migrazione. Questo evento è importante dal punto di vista della sostenibilità in quanto il nuovo Data Center è alimentato totalmente da energie rinnovabili e, quindi, azzerava completamente le emissioni inquinanti⁹⁶.

Il trasferimento del Data Center è stato anche propedeutico al passaggio dei mercati cash e derivati di Borsa Italiana alla piattaforma Optiq. L'11 settembre 2023 è stata completata la seconda fase della migrazione che ha ufficializzato il passaggio dei mercati obbligazionari di Borsa Italiana alla piattaforma Optiq (la prima fase, avvenuta il 27 marzo 2023, ha riguardato il trasferimento dei mercati azionari). Il completamento della migrazione è previsto entro il primo trimestre del 2024, periodo in cui dovrebbe svolgersi la terza ed ultima fase, cioè il passaggio alla

⁹⁵ Cfr. *Euronext announces its science-based climate targets supporting its “Fit for 1.5°” commitment*, Euronext Press Releases, 28 giugno 2022, euronext.com

⁹⁶ Cfr. ANNICHIARICO A., *Perché il cuore tecnologico di Euronext trasloca da Londra a Bergamo*, Il Sole24Ore, Milano, 29 aprile 2021, ilsole24ore.com

Capitolo 1

piattaforma dei mercati dei derivati e delle commodities⁹⁷. In particolare, la migrazione alla piattaforma Optiq permetterà al gruppo Euronext di adottare un “Single Order Book”⁹⁸ e di continuare a perseguire l’obiettivo della Capital Market Union⁹⁹, ovvero della piena integrazione dei mercati¹⁰⁰.

A seguito dell’ingresso di Borsa Italiana in Euronext, anche Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia subiscono alcune modifiche. Infatti, Monte Titoli S.p.A. entra a far parte di Euronext Securities, la rete di Depositari Centrali di Titoli del gruppo. A partire da questo momento, Monte Titoli S.p.A. prende il nome di Euronext Securities Milan e continua a svolgere i propri servizi di custodia e amministrazione accentrata dei valori mobiliari del gruppo. Cassa di Compensazione e Garanzia, principale controparte per i mercati italiani, invece, cambia il proprio nome in Euronext Clearing House (o, più semplicemente, Euronext Clearing) e diventa il centro operativo di riferimento per le attività di clearing del gruppo (nel 2023 il patrimonio per sostenere il rischio di controparti nelle negoziazioni ammonta a circa 250 milioni di euro, il 12% in più rispetto all’anno precedente).

I cambiamenti e le iniziative poste in essere da Euronext hanno permesso al gruppo di ottenere in soli due anni ottimi risultati, specie sui mercati azionari. Nel 2021, infatti, è stato registrato il record storico di nuove quotazioni: 212 nuove società quotate per una capitalizzazione aggregata di 123 miliardi di euro e una

⁹⁷ Cfr. CHAN J., *Euronext nears finish line in move to in-house clearing*, Articolo di Financial News, 8 novembre 2023, fnlondon.com

⁹⁸ Con il termine Single Order Book si fa riferimento ad un unico Order Book utilizzato per le diverse Borse gestite dal gruppo Euronext

⁹⁹ La Capitale Market Union (o Unione dei Mercati dei Capitali, CMU) è un’iniziativa proposta dall’Unione Europea volta a creare un unico mercato dei capitali in tutta l’UE. L’obiettivo della CMU è quello di migliorare la mobilità dei capitali e dei prodotti finanziari all’interno dell’Eurozona, rendendo più facile per le imprese e gli investitori accedere ai finanziamenti e agli investimenti.

¹⁰⁰ Cfr. MENEGHELLO M., *Trading, Borsa Italiana passa alla piattaforma di Euronext*, Il Sole24Ore, Milano, 5 aprile 2023, ilsole24ore.com

Il passaggio di Borsa Italiana al gruppo Euronext

raccolta di capitali pari a 26 miliardi di euro. Questo record è stato raggiunto anche grazie alla quotazione di 22 nuove SPAC, che rappresentano circa la metà di tutte le SPAC di nuova quotazione nell'UE in quell'anno. Nel 2022, poi, il numero di nuove ammissioni diminuisce, mantenendosi comunque su buoni livelli, con 83 nuove società quotate, a cui corrisponde una capitalizzazione aggregata di 23 miliardi di euro e una raccolta di capitali pari a 8,3 miliardi di euro. Anche la capitalizzazione del gruppo è in costante aumento negli anni: essa è passata da 4.900 miliardi di euro (alla fine 2021) a 6.060 miliardi di euro (alla fine del terzo trimestre del 2023)¹⁰¹.

Allo stesso modo, neanche Borsa Italiana rimpiange il divorzio con il LSEG, in quanto nel 2021 registra performance da record, principalmente sui mercati primari. Sotto il controllo del gruppo inglese, Piazza Affari non era riuscita a svilupparsi in maniera costante e continuativa, mentre con Euronext, mira a rafforzare l'efficienza dei propri mercati azionari (che, da sempre, rappresentano il "punto debole" di Borsa Italiana rispetto ai mercati obbligazionari), dedicando molta attenzione soprattutto alla quotazione delle PMI. In soli 8 mesi, infatti, Borsa Italiana diventa il principale contributore di ricavi del gruppo con 338 milioni di euro a dicembre 2021 e raggiunge una capitalizzazione di 757 miliardi di euro. Inoltre, sempre nel primo anno, Piazza Affari eguaglia il record storico del 2000 in termini di nuove società quotate: nel 2021, infatti, si registrano 49 nuove quotazioni (di cui 5 su Euronext Milan e 44 su Euronext Growth Milan), con una capitalizzazione aggregata di 45 miliardi di euro e una raccolta di capitali pari a 3,7 miliardi di euro¹⁰².

¹⁰¹ Cfr. *Euronext confirms its position as the leading equity listing venue in Europe and debt listing worldwide in 2022*, Euronext Press Releases, 30 dicembre 2022, euronext.com

¹⁰² Cfr. BONAFEDE A., *Borsa Italiana, è record di IPO (49) nel 2021: le piccole imprese corrono a Piazza Affari*, Corriere della Sera, 30 dicembre 2021, corriere.it

Capitolo 1

Nel 2022, però, con lo scoppio della guerra russo-ucraina e l'innalzamento dei tassi di interesse, Borsa Italiana registra risultati peggiori. Innanzitutto, la capitalizzazione borsistica diminuisce di quasi 19 punti percentuali, attestandosi attorno ai 626 miliardi di euro. Inoltre, le società ammesse al listino in quell'anno ammontano a 30, le quali complessivamente raccolgono capitali per 1,5 miliardi di euro. Questi dati confermano che i vari eventi geopolitici hanno avuto importanti effetti negativi sulle Borse Valori di tutto il mondo. Tuttavia, grazie alla collaborazione con Euronext, Borsa Italiana è riuscita comunque a svilupparsi e a rendere i propri mercati azionari più efficienti e maggiormente attrattivi per la quotazione di nuove imprese¹⁰³.

¹⁰³ Cfr. MAPELLI A., *Il bilancio del 2022 nero per le Borse: Piazza Affari ha bruciato 130 miliardi di euro di capitalizzazione*, Verità & Affari, 30 dicembre 2022, veritaeaffari.it

CAPITOLO 2 – GLI STRUMENTI DEDICATI ALLE PMI: CONFRONTO TRA MERCATO EGM E MINIBOND

Ancor prima delle grandi fusioni con i mercati internazionali (LSEG e Euronext), Borsa Italiana dedica particolare attenzione alle PMI, cercando di offrire *venues*¹ azionari e obbligazionari che permettesse loro di accedere al mercato dei capitali senza dover ricorrere al credito bancario. La grande importanza che Borsa Italiana attribuisce alle SMEs² scaturisce da molteplici elementi che riguardano principalmente due principali fattori: la struttura del mercato finanziario italiano e la centralità delle PMI nel tessuto economico europeo.

Per quanto riguarda il mercato finanziario italiano, esso è caratterizzato da una struttura bancocentrica, in cui, cioè, la maggior parte delle imprese si finanzia attraverso il credito bancario. In particolare, molte PMI italiane utilizzano erroneamente l'indebitamento bancario di breve termine per coprire sia il fabbisogno finanziario temporaneo sia quello durevole³. Questo sfocia in un eccessivo livello di indebitamento e le imprese si ritrovano a pagare oneri finanziari molto elevati. L'onerosità dei tassi di interesse pagati sul debito, a sua volta, condiziona in maniera negativa sia il livello dei profitti (e, quindi, la possibilità di autofinanziarsi) sia il rating creditizio dell'impresa e rende più difficile il reperimento di ulteriori risorse finanziarie. La situazione è aggravata dalla diffusa pratica del *multibanking* (o multi-affidamento), ovvero la propensione che hanno le

¹ "Trading venue" (o, semplicemente, *venue*) letteralmente significa "luogo delle contrattazioni" e rappresenta la sede degli scambi di un prodotto finanziario, ovvero il mercato di riferimento in cui viene scambiato quello strumento finanziario

² SMEs è l'acronimo di "Small and Medium-sized Enterprises", cioè Piccole e Medie Imprese

³ Il fabbisogno finanziario si divide in fabbisogno temporaneo (di breve termine) e fabbisogno durevole (di medio-lungo termine). Per avere una struttura finanziaria equilibrata, l'impresa dovrebbe coprire il fabbisogno finanziario temporaneo con i finanziamenti correnti e il fabbisogno finanziario durevole con il capitale permanente.

Capitolo 2

SMEs di sviluppare parallelamente più relazioni con diversi intermediari creditizi. In altre parole, le PMI italiane sfruttano la scarsa trasparenza informativa per acquisire finanziamenti da differenti enti bancari e soddisfare il proprio fabbisogno finanziario. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, questa pratica genera una sorta di “imprigionamento” delle imprese a favore delle banche perché la moltitudine di rapporti con gli intermediari creditizi porta ad un incremento dell’esposizione debitoria, ad un aumento dei costi di gestione del finanziamento e allo squilibrio finanziario⁴.

Un altro fattore che caratterizza la situazione debitoria delle PMI italiane è riscontrabile nell’inefficienza del mercato finanziario. Difatti, poiché il mercato finanziario italiano non è sviluppato come i mercati anglosassoni, l’esonazione delle PMI da molti obblighi informativi e documenti contabili si traduce spesso in una minore disponibilità di canali di finanziamento. L’opacità informativa delle SMEs, infatti, alimenta i cosiddetti fenomeni dell’*adverse selection*⁵ e del *moral hazard*⁶. Le asimmetrie informative che generano questi fenomeni vengono contrastate dai finanziatori mediante l’offerta di credito a breve termine, che permette loro di avere un maggiore controllo sulle politiche di investimento delle aziende. È per questo

⁴ Cfr. SCANNELLA E., *Profili teorici ed evidenze empiriche del rapporto banca-impresa. Un’indagine sul territorio*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2016

⁵ L’*adverse selection* (o selezione avversa) è un fenomeno economico secondo cui le asimmetrie informative generano una distorsione dell’equilibrio di mercato. In altre parole, i finanziatori sopportano una forte incertezza, dovuta dal fatto che le imprese possiedono maggiori informazioni.

⁶ Il *moral hazard* (o rischio morale) è un fenomeno economico secondo cui le asimmetrie informative generano opportunismo post-contrattuale, ovvero la tendenza di una delle parti a porre in essere comportamenti opportunistici a discapito dell’altra. In altre parole, è possibile che le imprese utilizzino le risorse ottenute in maniera diversa rispetto a quanto stabilito contrattualmente, in quanto i finanziatori non dispongono dei mezzi per controllare l’impegno delle risorse stesse.

motivo che l'indebitamento delle PMI italiane, oltre ad essere molto elevato, spesso è principalmente concentrato in debito bancario a breve termine⁷.

Un'altra peculiarità del mercato finanziario italiano è la presenza di un numero elevato di imprese fortemente sottocapitalizzate. Infatti, la dipendenza dal credito bancario fa sì che il livello di *leverage*⁸ delle imprese sia spesso molto alto e ciò si traduce in aziende con un livello di capitalizzazione estremamente basso. La sottocapitalizzazione, a sua volta, pregiudica la sopravvivenza dell'impresa, in quanto peggiora il suo rating creditizio (aumentando, quindi, l'entità degli oneri finanziari pagati sul debito) e la costringe ad alimentare ulteriormente il livello di indebitamento bancario. Quindi, vi è anche questa spirale "indebitamento-sottocapitalizzazione" che rende instabile la situazione finanziaria delle PMI italiane⁹.

Il secondo fattore che incentiva Borsa Italiana a concentrare la propria attenzione sul finanziamento delle PMI è rappresentato dall'estrema rilevanza che le piccole, medie e microimprese assumono nel contesto economico italiano e, più in generale, in quello europeo. Secondo la *Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE*¹⁰, sono definite piccole e medie imprese quelle realtà aziendali che

⁷ Vi è anche un ulteriore aspetto che caratterizza le PMI italiane e la loro situazione debitoria, ovvero la struttura proprietaria chiusa. Difatti, imprese prevalentemente a carattere familiare e con struttura proprietaria chiusa come quelle italiane sono meno propense ad aprirsi a soci esterni (cioè, a ricorrere alla quotazione e, quindi, al capitale di rischio), per paura che l'imprenditore possa perdere il controllo della governance della società. Recenti studi, tuttavia, dimostrano che, a seguito della quotazione, l'imprenditore (o la famiglia-proprietaria) mantiene, in media, il 70-75% del capitale della società (e il restante 25-30% viene ripartito su un numero molto elevato di soggetti).

⁸ Il livello di *leverage* (o leva finanziaria) rappresenta il rapporto di indebitamento di un'azienda, che è dato dal rapporto tra debiti e capitale proprio. Un elevato livello di *leverage* si traduce in una situazione finanziaria caratterizzata da forte indebitamento (a discapito del capitale proprio) e da una forte sottocapitalizzazione.

⁹ Cfr. MINOJA M., *La complessità nelle piccole e medie imprese: quali implicazioni per il rapporto con le banche*, Giappichelli, Torino, 2017

¹⁰ La *Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE* è stata pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea e riguarda la definizione di microimprese, piccole e medie imprese.

Capitolo 2

hanno meno di 250 addetti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro oppure utili annui inferiori a 43 milioni di euro¹¹. Nell'Unione Europea operano 25 milioni di PMI (comprese microimprese), che rappresentano il 99% delle imprese attive in tutto il territorio europeo. Nel 2023, queste realtà hanno prodotto circa il 56% del PIL europeo (pari a 14.500 miliardi di euro) e hanno offerto posti di lavoro ad oltre 100 milioni di persone (circa il 70% dei posti di lavoro nel settore privato). Inoltre, le SMEs europee hanno contratto debiti finanziari per circa 8.000 miliardi di euro annui e raccolto capitali dai mercati borsistici per circa 1.750 miliardi di euro (850 miliardi raccolti dal mercato azionario e 950 miliardi raccolti dal mercato obbligazionario)¹².

Anche in Italia le PMI assumono un'importanza centrale nel tessuto economico nazionale, sia in termini di numerosità sia in termini di rapporto fatturato/PIL. Difatti, l'Italia è uno dei paesi con il maggior numero di SMEs, con circa 210.000 PMI, di cui 165.000 sono piccole o microimprese e 45.000 sono imprese di medie dimensioni¹³. Secondo il *Rapporto Cerved PMI 2023*, esse generano un fatturato pari a 1.054 miliardi di euro, che corrisponde al 41% dell'intero PIL generato in Italia. Inoltre, le PMI italiane danno posti di lavoro a 4,2 milioni di persone (che equivale al 33% dei posti di lavoro nel settore privato) e generano un valore aggiunto pari al 38% di quello generato in tutto il Paese. Per quanto riguarda la raccolta di capitale, nel 2023 le SMEs italiane hanno raccolto 170 miliardi di euro nei mercati borsistici (70 miliardi dal mercato azionario e 100

¹¹ Un'ulteriore classificazione è quella che riguarda le microimprese. In particolare, le microimprese sono quelle aziende con meno di 10 addetti e 2 milioni di euro di fatturato oppure con utili inferiori a 2 milioni di euro.

¹² Cfr. CORDINA C., *Piccola e media impresa*, Note tematiche sull'Unione Europea del Parlamento Europeo, aprile 2023, europarl.europa.eu

¹³ Secondo la definizione della Commissione Europea, le imprese di medie dimensioni sono quelle imprese che hanno dai 50 ai 250 dipendenti e un fatturato annuo compreso tra 10 e 50 milioni di euro oppure un utile annuo compreso tra 10 e 43 milioni di euro.

miliardi dal mercato obbligazionario) e 428 miliardi di euro mediante debiti finanziari (circa il 5% di tutti i debiti finanziari delle PMI europee)¹⁴.

2.1 La quotazione borsistica delle PMI e l'emissione di minibond

Per i motivi appena illustrati, Borsa Italiana ha sempre offerto molteplici canali di finanziamento alternativi al credito bancario, in modo tale da sostenere le imprese di piccola e media dimensione e, quindi, permettere lo sviluppo dell'economia nazionale.

Come già accennato, ancor prima delle fusioni con i mercati internazionali, Borsa Italiana gestiva dei *venues* azionari e obbligazionari che, in qualche modo, erano dedicati al finanziamento delle PMI. Infatti, a seguito della privatizzazione della Borsa Valori, le SMEs potevano quotarsi sul MAC oppure sull'AIM Italia, ma entrambi i mercati erano spesso ignorati dalle imprese per via degli stringenti requisiti di accesso e degli elevati costi di quotazione (motivo per cui, nel 2012, questi mercati vengono accorpati). Per quanto riguarda il comparto obbligazionario, invece, prima dell'acquisizione da parte di LSEG, non esistevano mercati dedicati all'emissione di obbligazioni *corporate* di PMI. Le SMEs, quindi, potevano emettere obbligazioni solo sul mercato regolamentato (MOT) oppure sul MAC. Anche in questo caso, però, entrambi i *venues* richiedevano requisiti di accesso e permanenza molto stringenti e costi di emissione molto elevati e, di conseguenza, spesso le PMI preferivano rivolgersi ad altri canali di finanziamento¹⁵.

Il vero punto di svolta per i mercati azionari e obbligazionari è rappresentato, rispettivamente, dall'accorpamento dell'AIM Italia e del MAC e dall'istituzione dei segmenti ExtraMOT PRO ed ExtraMOT PRO3. Per quanto riguarda il comparto

¹⁴ Cfr. *Rapporto Cerved PMI 2023 Osservitalia: il ruolo del Public Procurement*, Rapporti Cerved PMI, novembre 2023, [research.cerved.com](https://www.research.cerved.com)

¹⁵ Cfr. ARLOTTA C., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa: mini-bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, SPAC, incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2014

azionario, a seguito dell'accorpamento dei due mercati, viene anche modificato il regolamento degli stessi e vengono stabilite condizioni di accesso omogenee e molto più vantaggiose per le PMI. Dopo l'ingresso di Borsa Italiana nel gruppo Euronext, l'AIM Italia/MAC prende il nome di Euronext Growth Milan (EGM), ma non modifica molto le sue caratteristiche in termini di funzionamento e organizzazione. Per quanto riguarda il mercato obbligazionario, invece, l'istituzione dei segmenti ExtraMOT PRO ed ExtraMOT PRO3 facilita la negoziazione dei minibond, cioè strumenti finanziari riservati alle PMI che prevedono tempi e costi di emissioni molto più vantaggiosi¹⁶.

Data l'estrema importanza rivestita dalla quotazione su EGM e dall'emissione di minibond, nei successivi paragrafi verrà effettuato un confronto tra questi due canali di finanziamento riservati alle PMI in termini di: fasi per l'ammissione alle negoziazioni, requisiti di accesso e permanenza sul mercato, attori coinvolti e costi sostenuti dalle PMI.

2.2 Le fasi e le tempistiche per l'accesso ai mercati

2.2.1 L'accesso ai mercati azionari

Innanzitutto, occorre evidenziare che le tempistiche per la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan (6-12 mesi) sono generalmente minori rispetto a quelle per la quotazione su Euronext Milan (12-18 mesi). Le fasi previste da entrambi i mercati, tuttavia, sono tendenzialmente le stesse, con la differenza che i requisiti e i costi richiesti dall'EGM sono più ridotti rispetto all'EXM¹⁷.

La quotazione sul mercato EGM si compone di quattro grandi momenti. Durante la prima fase, ovvero la fase preparatoria (che si apre circa 8 mesi prima della quotazione), l'impresa nomina l'Advisor finanziario, che, a sua volta,

¹⁶ Cfr. ARLOTTA C., *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2018

¹⁷ Argomenti approfonditi nel paragrafo 2.3 e nel paragrafo 2.5

seleziona i diversi attori che supporteranno l'impresa durante il processo di quotazione. Inoltre, durante questa fase vengono individuati i requisiti per l'accesso e la permanenza nel mercato e viene verificato l'effettivo adempimento degli stessi. La fase di preparazione è anche l'occasione per effettuare una valutazione preliminare dell'impresa e comunicare agli investitori l'Equity Story della stessa.

La fase della due diligence¹⁸ (circa 6 mesi prima della quotazione) viene definita da Borsa Italiana come l'attività di raggruppamento di tutti i documenti e le informazioni necessari per la quotazione, che verranno poi spediti a Borsa Italiana nell'ultima fase. Inoltre, la due diligence consiste in un'analisi economico-finanziaria e legale molto dettagliata per capire se l'impresa merita o meno di quotarsi. Durante questa fase, l'impresa deve anche individuare e selezionare un Euronext Growth Advisor (EGA), che svolge un ruolo cruciale nel processo di quotazione, e un consorzio di collocamento, che provvederà alla commercializzazione delle azioni e si accollerà le eventuali azioni invendute a seguito dell'IPO (tendenzialmente, nell'EGM il ruolo di consorzio di coordinamento è svolto dal Global Coordinator)¹⁹.

La terza fase è quella dell'istruttoria, in cui vengono redatti l'Information Memorandum²⁰, il Documento di Ammissione e il Working Capital Statement²¹. Difatti, il Prospetto Informativo richiesto sull'EXM viene sostituito nell'EGM da un Documento di Ammissione semplificato, in cui vengono riportati le informazioni relative al management, agli azionisti e ai dati economici-finanziari

¹⁸ Esistono varie tipologie di *due diligence*: la *Management Due Diligence* consiste in una serie di incontri con la direzione della società per conoscere i principali aspetti economici e finanziari e i programmi futuri della società stessa; la *Legal Due Diligence* consiste nell'analizzare tutto ciò che assume rilevanza giuridica; nella *Financial Due Diligence* viene analizzata la qualità e la sostenibilità dei dati finanziari e l'adeguatezza della loro rappresentazione nei diversi documenti.

¹⁹ Cfr. *Borsa Italiana per le PMI. Primary Market Italy*, Mercati azionari di Borsa Italiana, giugno 2023, [borsaitaliana.it](https://www.borsaitaliana.it)

²⁰ L'Information Memorandum è un documento elaborato dall'azienda con il supporto degli Advisor al fine di presentare dettagliatamente l'azienda ai potenziali investitori.

²¹ Il Working Capital Statement, letteralmente, è l'analisi del flusso di capitale circolante netto.

Capitolo 2

dell'impresa. In realtà, l'esenzione dalla redazione del Prospetto Informativo è valida soltanto qualora venga rispettato il presupposto del Regolamento UE 1129/2017²², ovvero l'assenza di un'IPO mista (in cui, cioè, la sottoscrizione delle azioni è rivolta sia ad investitori istituzionali sia al pubblico). Durante la fase dell'istruttoria vengono anche organizzati road show, incontri one-to-one e conferenze stampa con gli investitori, in modo tale da accrescere l'attrattività e la trasparenza dell'impresa e l'appetibilità del titolo. Inoltre, questi eventi servono a raccogliere i feedback degli investitori, così da affinare la valutazione e definire più precisamente il range di prezzo delle azioni.

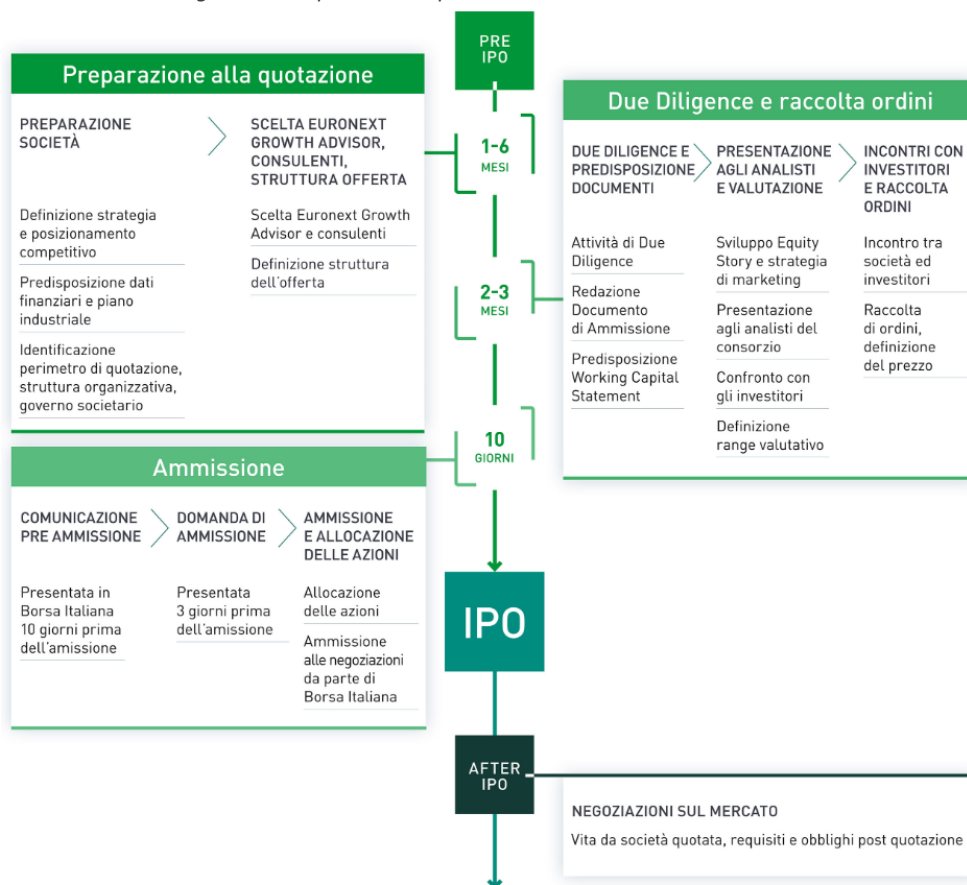
Nell'ultima fase, cioè quella del collocamento (anche chiamata fase di ammissione o di negoziazione), avviene il book-building, ovvero l'attività svolta dal Global Coordinator che consiste nella raccolta e nella classificazione degli ordini degli investitori istituzionali. Inoltre, durante questa fase, vengono inviati il Documento di Ammissione e tutti gli altri documenti richiesti a Borsa Italiana, che deciderà se approvare o meno la quotazione dell'azienda. Se Borsa Italiana approva la quotazione, l'impresa determina il prezzo finale di IPO e ripartisce le azioni entro i tre giorni successivi. Come già accennato, nel caso in cui il prezzo di offerta dovesse essere troppo elevato, il Global Coordinator si accolla le eventuali azioni rimaste invendute a seguito dell'IPO²³.

²² Cfr. *Regolamento UE 1129/2017 del Parlamento europeo e del Consiglio europeo, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, del 14 giugno 2017*

²³ Cfr. *Quotarsi in Borsa Italiana*, Processo di quotazione su Borsa Italiana, borsaitaliana.it

Gli strumenti dedicati alle PMI: confronto tra mercato EGM e minibond

Figura 2.1 – Il processo di quotazione delle PMI su Euronext Growth Milan



Fonte: Borsa Italiana

Nella Figura 2.1 viene riassunto il processo di quotazione delle PMI sul mercato illustrando in maniera sintetica le attività svolte durante ciascuna fase.

2.2.2 L'accesso ai mercati obbligazionari

In termini di procedura per l'accesso alle negoziazioni, l'emissione di minibond non si discosta molto rispetto alla quotazione su EGM. Infatti, anche in questo caso le fasi previste nel processo di emissione sono tendenzialmente quattro

e coincidono con quelle della quotazione su EGM (preparazione, due diligence, istruttoria, collocamento)²⁴.

Un primo elemento caratteristico dell'emissione di minibond riguarda l'Offering Memorandum (che ha la stessa finalità dell'Information Memorandum richiesto su EGM), ovvero un documento che stabilisce i rischi e i termini di investimento di un'emissione obbligazionaria e presenta una descrizione dettagliata dell'impresa. Inoltre, è richiesto anche il Documento di Ammissione semplificato che, come nel caso della quotazione borsistica, deve essere valutato positivamente affinché Borsa Italiana rilasci il nulla osta per l'emissione.

Un'altra particolarità riguarda la fase della due diligence, durante la quale, anziché selezionare un Euronext Growth Advisor, l'impresa deve nominare un Arranger, ovvero un soggetto che si occupa della gestione di tutte le fasi del processo e coordina le diverse controparti²⁵.

Un ulteriore elemento caratteristico dell'emissione di minibond riguarda la fase di collocamento, cioè la fase in cui viene determinato il prezzo dell'obbligazione. In particolare, per determinare il rendimento delle obbligazioni, le PMI devono prestare attenzione a molteplici fattori, come, ad esempio, il tasso di interesse di mercato, la durata del titolo, il rischio dell'emittente, la grandezza dell'emissione, ecc. Il tasso di interesse viene determinato mediante un processo di negoziazione tra emittente, Arranger ed investitori, con l'assistenza dell'Advisor finanziario. Una volta determinato il tasso di interesse pagato sul minibond, verrà calcolato il prezzo dell'obbligazione²⁶.

²⁴ La procedura per l'accesso all'ExtraMOT PRO e all'ExtraMOT PRO3 (e, quindi, per l'emissione di minibond) è più semplice e rapida rispetto a quella prevista per l'emissione di obbligazioni ordinarie sul Mercato Telematico delle Obbligazioni (MOT).

²⁵ Cfr. *Emissione di un prestito obbligazionario*, ODCEC Perugia, marzo 2015, odceperugia.it

²⁶ Il prezzo di un'azione viene determinato direttamente in base alla domanda da parte degli investitori. Il prezzo di un'obbligazione, invece, viene calcolato indirettamente a partire dal tasso di interesse pagato sul titolo. Difatti, il prezzo di un prestito obbligazionario è dato dalla somma

Nel caso delle obbligazioni, l'impresa deve affrontare anche una quinta ed ulteriore fase, ovvero quella del rimborso. Infatti, poiché le obbligazioni sono titoli di credito che vanno rimborsati con certezza entro una data esatta, l'impresa deve elaborare dei piani di rimborso, in modo tale da rispettare le scadenze stabilite nel Documento di Ammissione²⁷.

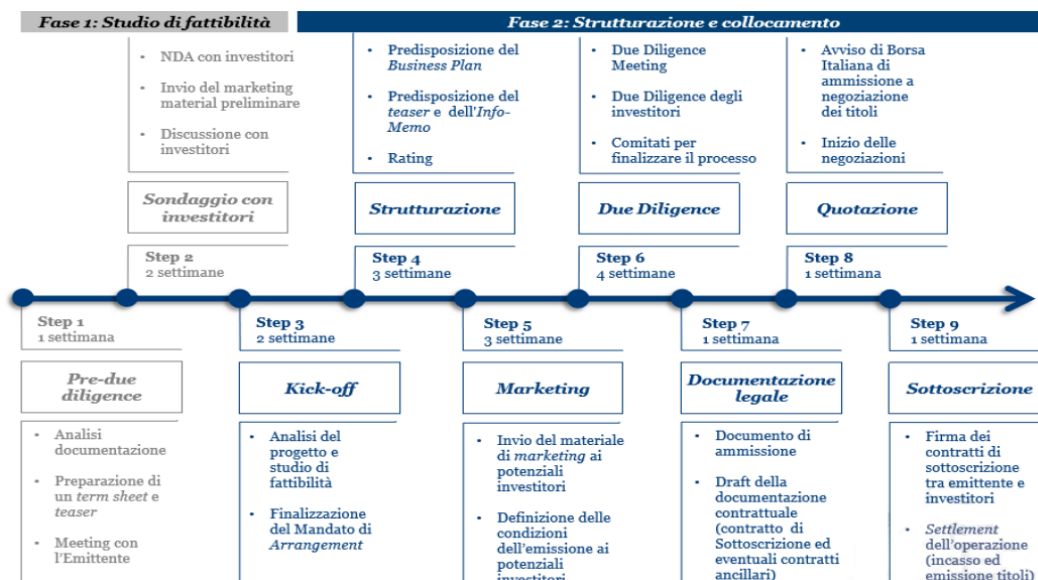
In conclusione, quindi, le fasi per l'emissione di minibond sono molto simili rispetto a quelle previste per la quotazione su EGM; tuttavia, il processo di emissione di minibond è più semplice e breve rispetto alla quotazione (solitamente ci vogliono circa 2 mesi per completare l'operazione di emissione), oltre ad essere anche meno costoso. Infatti, la limitata entità dei costi e il numero contenuto di attori e requisiti fanno sì che il processo di emissione di minibond sia più snello, veloce ed economico rispetto alla quotazione su EGM e ciò permette alle PMI di accedere più facilmente a questo canale di finanziamento²⁸.

dei flussi di cassa, attualizzati utilizzando un tasso pari al tasso di interesse pagato sul titolo (per considerare il valore finanziario del tempo). In formule: $P_0 = \sum \frac{FC_n}{(1+i)^n}$

²⁷ Le principali modalità di rimborso delle obbligazioni sono: rimborso a date prefissate, rimborso anticipato e rimborso secondo piani di ammortamento.

²⁸ Cfr. *L'emissione dei minibond da parte delle PMI*, Educazione Finanziaria di Azimut Direct, 9 aprile 2020, aziumtdirect.com

Figura 2.2 – Il processo di emissione di minibond



Fonte: BRUGNERA S., CRESPIAN A., *19 step del processo di collocamento di un minibond secondo il Gruppo Banca FININT*

La Figura 2.2 illustra il processo di quotazione di minibond che, secondo il Gruppo FININT, si divide in 9 diverse fasi. All'interno di ciascuna fase, vengono evidenziate le attività che devono essere svolte per completare con successo l'operazione.

2.3 I requisiti di accesso e permanenza nei mercati

Prima di illustrare i diversi requisiti di accesso e permanenza nei mercati, occorre evidenziare che l'Euronext Growth Milan richiede dei requisiti meno stringenti rispetto all'Euronext Milan. Infatti, rispetto all'EXM, nell'EGM non sono previsti criteri minimi in termini di capitalizzazione e dimensioni societarie²⁹, non è richiesta una struttura di governo societario specifica o un numero minimo di anni di esistenza della società e non è richiesto che l'emittente sia costituito

²⁹ L'unico limite in termini dimensionali concerne il fatto che la quotazione sul mercato EGM non può riguardare una microimpresa. Quindi, l'impresa quotanda deve essere una PMI e, cioè, avere almeno 10 dipendenti, e 2 milioni di euro di fatturato oppure almeno 2 milioni di euro di utili.

esclusivamente in Italia. Inoltre, come già accennato, qualora venga rispettato il Regolamento UE 1129/2017, l'impresa è anche esente dalla pubblicazione del Prospetto Informativo, che viene sostituito con un Documento di Ammissione semplificato.

Oltre a queste differenze con il mercato principale, per l'accesso e la permanenza nell'EGM sono previsti dei requisiti formali e dei requisiti sostanziali. I requisiti formali sono requisiti "ufficiali", stabiliti da Borsa Italiana nei Regolamenti dei diversi mercati, che devono essere necessariamente rispettati dalle imprese per essere ammesse alle negoziazioni. I requisiti sostanziali, invece, sono requisiti raccomandati da Borsa Italiana che, però, non sono obbligatori per l'accesso al mercato. Difatti, poiché la sola rispondenza ai requisiti formali non comporta necessariamente l'apprezzamento da parte degli investitori, Borsa Italiana suggerisce questa serie di elementi in modo tale da aumentare l'interesse verso la società e le sue azioni³⁰.

Anche per l'emissione di minibond sono previsti dei requisiti "ufficiali" e dei requisiti non obbligatori. I primi prendono il nome di requisiti oggettivi e devono essere necessariamente rispettati qualora un'impresa voglia emettere minibond. I secondi, invece, prendono il nome di requisiti qualitativi e, così come i requisiti sostanziali, sono raccomandazioni da parte di Borsa Italiana con la finalità di incrementare l'apprezzamento dell'impresa e dei suoi titoli agli occhi degli investitori. Inoltre, anche in questo caso, l'ExtraMOT PRO e l'ExtraMOT PRO3 (mercati in cui vengono negoziati i minibond) prevedono dei requisiti di accesso e di permanenza meno stringenti rispetto a quelli previsti dal MOT, il mercato principale, e ciò rende più agevole l'adozione di questi strumenti finanziari³¹.

³⁰ Cfr. *Requisiti formali e sostanziali*, Glossario finanziario di Borsa Italiana, borsaitaliana.it

³¹ Cfr. *Minibond: caratteristiche essenziali e punti di vantaggio per le PMI*, Studio Legale Vocati, 14 dicembre 2020, vocati.it

2.3.1 requisiti formali e i requisiti oggettivi

I requisiti formali richiesti dall'Euronext Growth Milan si dividono in requisiti formali pre-quotazione e requisiti formali post-quotazione.

I requisiti formali pre-quotazione sono quei requisiti che devono essere soddisfatti dalle PMI per essere ammesse al mercato. Essi sono:

- Soglia minima di flottante pari al 10%, al fine di garantire un'adeguata liquidità del titolo³²; tale requisito si considera soddisfatto qualora le azioni siano sottoscritte da almeno 5 investitori istituzionali³³;
- Certificazione di un bilancio (se esistente) redatto secondo i principi contabili italiani o internazionali, da parte di una società di revisione;
- Nomina di almeno un amministratore indipendente, scelto tra i candidati preventivamente individuati dall'EGA;
- Nomina di un EGA, che supporta l'impresa nella fase di ammissione e durante tutto il periodo di permanenza nel listino;
- Redazione e pubblicazione del Documento di Ammissione semplificato, contenente le informazioni relative agli azionisti, al management e ai dati economico-finanziari dell'impresa;
- Redazione e pubblicazione dell'Information Memorandum e del Working Capital Statement (o analisi del flusso di capitale circolante netto)
- Nomina di un Investor Relations Manager, responsabile della gestione dei rapporti con gli investitori;

³² Dal 4 dicembre 2023, entrano in vigore le Modifiche del Regolamento Emittenti EGM, annunciate da Borsa Italiana con l'Avviso n. 43747 del 17 novembre 2023. Secondo le suddette modifiche, almeno il 7,5% del flottante deve essere sottoscritto da almeno cinque investitori istituzionali, mentre il restante 2,5% può essere sottoscritto anche da investitori che non abbiano natura istituzionale.

³³ Cfr. *EGM, cambiano regole flottante per facilitare IPO: solo 7,5% a istituzionali*, Teleborsa, Sezione Economia La Stampa, 17 novembre 2023, finanza.lastampa.it

- Creazione di un sito internet, in cui mettere a disposizione del pubblico molteplici informazioni relative all'impresa.

Oltre questi requisiti formali, vi sono anche requisiti economico-finanziari ed ulteriori requisiti specifici di quotazione, che vengono definiti dall'EGA sulla base del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan³⁴.

I requisiti formali post-quotazione, invece, sono requisiti che le imprese devono obbligatoriamente soddisfare per poter rimanere nel listino. Innanzitutto, a seguito dell'IPO, alle PMI è richiesto di mantenere uno Specialist, cioè un intermediario che svolge la funzione di market making. La presenza di questo soggetto garantisce la continua esposizione di offerte di acquisto e di vendita a prezzi che si discostano tra di loro di una percentuale massima stabilita da Borsa Italiana (che prende il nome di *spread*)³⁵.

Inoltre, alle PMI quotate su EGM è richiesta la produzione e la pubblicazione di almeno due ricerche indipendenti³⁶ (o Equity Research indipendenti) all'anno, in modo tale da incrementare la trasparenza dell'impresa e del titolo. In particolare, dal 2017, Borsa Italiana richiede allo Specialist di produrre direttamente o di far produrre a soggetti indipendenti specializzati almeno due Equity Research durante l'anno³⁷.

A seguito della quotazione su EGM, alle PMI viene anche richiesto di pubblicare i Bilanci di esercizio redatti in conformità ai principi contabili italiani, a quelli internazionali o agli US GAAP³⁸ (in quest'ultimo caso, i bilanci devono

³⁴ Cfr. LAMBIASE A., *La quotazione in Borsa delle PMI. Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2022

³⁵ Cfr. *Specialist*, Attività e servizi, MiT Sim S.p.A., mitsim.it

³⁶ Le ricerche indipendenti, essendo effettuate da soggetti esterni all'impresa quotata, aumentano la liquidità del titolo, favoriscono un maggiore interesse da parte degli investitori, riducono la volatilità del titolo e garantiscono maggiore trasparenza all'impresa.

³⁷ Cfr. INCORVATI L., *Strada ancora in salita per la ricerca su EGM (ex AIM Italia)*, Il Sole24Ore, Milano, 30 dicembre 2022, ilsole24ore.com

³⁸ Gli US Generally Accepted Accounting Principles (o US GAAP) sono gli standard contabili utilizzati dalle società con sede negli Stati Uniti.

Capitolo 2

essere sottoposti a revisione contabile) entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio. Entro 3 mesi dalla chiusura del periodo contabile, le PMI devono redigere e pubblicare anche le Relazioni semestrali, contenenti almeno lo stato patrimoniale, il conto economico e il rendiconto finanziario.

Un ultimo importante requisito formale da rispettare a seguito della quotazione riguarda la redazione delle comunicazioni *price sensitive* (o informazioni privilegiate) obbligatorie, come definito dalla Market Abuse Regulation (MAR), dall'Informativa Periodica e dall'Informativa Straordinaria. Le comunicazioni *price sensitive* vengono divulgate con il supporto dell'Investor Relations Manager e riguardano tutte quelle informazioni che potrebbero avere un impatto sull'andamento del titolo. L'obbligo di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate è previsto dal Regolamento UE n. 596/2014 (Market Abuse Regulation, MAR) al fine di introdurre una regolamentazione comune nell'UE in materia di abusi e manipolazione del mercato³⁹.

L'emissione di minibond non prevede requisiti formali, bensì requisiti oggettivi, ovvero requisiti che le PMI devono necessariamente rispettare qualora vogliano accedere alle negoziazioni su ExtraMOT PRO. In particolare, i requisiti oggettivi per l'emissione di minibond sono:

- L'emittente sia una PMI (eccetto una microimpresa) non quotata;
- Fatturato compreso tra i 20 e i 500 milioni di euro ed EBITDA almeno pari al 5%;
- Emissione massima di 50 milioni di euro;
- Nomina di un Arranger;

³⁹ Cfr. LAMBIASE A., *Guida alle Investor Relations. Strumenti e metodi avanzati della comunicazione finanziaria*, Maggioli Editori, Santarcangelo di Romagna (RN), 2011

- Approvazione di almeno due bilanci. Inoltre, almeno il bilancio più recente deve essere certificato da una società di revisione e redatto secondo i principi contabili nazionali o internazionali;
- Redazione e pubblicazione del Documento di Ammissione semplificato e del Regolamento del Prestito⁴⁰;
- L'emittente non sia una start-up, un'impresa in fase di ristrutturazione o un'impresa impegnata in procedure concorsuali.

I minibond presentano anche un altro limite. Difatti, nel caso dell'emissione di obbligazioni ordinarie, i titoli possono essere sottoscritti sia da investitori istituzionali sia da investitori retail, ad eccezione delle obbligazioni *corporate* emesse dalle S.r.l. che possono essere sottoscritte solo dagli investitori istituzionali. Nel caso dei minibond, invece, al fine di garantire maggiore trasparenza e liquidità ai titoli, Borsa Italiana stabilisce che la prima sottoscrizione può avvenire solo da parte di investitori istituzionali⁴¹.

2.3.2 *Requisiti sostanziali e requisiti qualitativi*

I requisiti sostanziali sono quei requisiti non obbligatori che però, se soddisfatti, permettono di trasmettere il valore generato dall'impresa agli investitori e di accrescere l'interesse per le azioni della stessa. Quindi, i requisiti sostanziali riguardano principalmente la visibilità dell'impresa sul mercato dei capitali e la capacità di comunicare secondo le *best practices* internazionali e nazionali.

Un primo e, forse, scontato requisito sostanziale raccomandato da Borsa Italiana riguarda la bontà della situazione patrimoniale, economica e finanziaria

⁴⁰ Il Regolamento del Prestito è documento redatto con il supporto dell'Arranger, in cui vengono forniti la forma, la natura e l'ammontare dei minibond, l'ammontare degli interessi, le modalità di rimborso, i diritti e gli obblighi delle parti.

⁴¹ Cfr. MEIANI A., RIZZI L., SABATINI D., *Guida ai minibond: strumenti innovativi per la finanza delle PMI*, Bancaria Editrice, Roma, 2015

della PMI quotanda. Tendenzialmente, la quotazione risulta molto vantaggiosa per le imprese che presentano una buona situazione economico-finanziaria ed ottime opportunità di crescita e che, quindi, necessitano di molte risorse finanziarie da investire per sfruttare tali opportunità. Diversamente, le PMI possono registrare risultati disastrosi a seguito della quotazione, nel caso in cui esse siano caratterizzate da una condizione economica-finanziaria precaria e non presentino grandi opportunità di crescita e sviluppo. In questi casi, infatti, i capitali raccolti mediante la quotazione borsistica verranno investiti in progetti poco redditizi e ciò provocherà un ulteriore aggravamento della situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa⁴². Il requisito sostanziale della bontà dell'impresa quotanda è strettamente legato alla tematica della scelta del *timing* di quotazione (cioè del momento più opportuno per quotarsi in Borsa). In particolare, la teoria del *pecking order* allargato stabilisce che la scelta della fonte di finanziamento di una PMI può dipendere dalla fase del ciclo di vita che sta affrontando. Per trovare coerenza con quanto detto sopra, il *pecking order* allargato prevede che le PMI debbano selezionare il canale di finanziamento dell'equity quando si trovano nella fase del ciclo di vita di massima crescita, in cui, cioè, necessitano di enormi risorse per finanziare progetti ed investimenti e continuare a svilupparsi. Se, invece, la PMI si trova nelle fasi iniziali del proprio ciclo di vita (in cui gli investimenti non risultano troppo onerosi), è preferibile ricorrere al debito bancario o, al limite, ad un'emissione obbligazionaria⁴³.

Un altro importante requisito sostanziale da soddisfare al fine di accrescere l'apprezzamento da parte degli investitori riguarda la comunicazione, in maniera chiara e comprensibile, della strategia mediante cui l'impresa intende creare valore

⁴² La quotazione borsistica deve essere vista dalle imprese non tanto come il mezzo per raggiungere il successo, ma come il fine. In altre parole, la quotazione rappresenta il continuo di un processo di sviluppo già avviato dall'impresa e non l'input che dà inizio a tale processo.

⁴³ Cfr. DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 2013

a vantaggio degli azionisti. Lo strumento che la società ha a disposizione per definire e comunicare tale strategia è l'Equity Story. In questo documento, infatti, l'impresa illustra le diverse caratteristiche organizzative, strategiche e finanziarie, i fattori critici che determinano il successo dell'azienda, il proprio posizionamento competitivo, i risultati economico-finanziari, i punti di forza e di debolezza⁴⁴. Tutti questi elementi, se descritti in maniera chiara e corretta ed efficacemente comunicati alla comunità finanziaria dall'Investor Relations Manager, possono accrescere l'appetibilità del titolo azionario emesso da un PMI⁴⁵.

Un requisito strettamente collegato al precedente concerne il confronto continuo tra management e comunità finanziaria. Infatti, oltre al requisito formale post-quotazione della pubblicazione di comunicazioni *price sensitive*, le PMI devono anche interfacciarsi in maniera continua con gli investitori, in modo tale da favorire lo scambio di informazioni tra l'impresa e il mercato. Tramite l'Investor Relations Manager, la PMI comunica al mercato finanziario tutte le informazioni che possono valorizzare il brand e il titolo dell'impresa, così da ottenere il consenso degli investitori e una maggiore visibilità sui mercati⁴⁶.

Un ulteriore requisito sostanziale previsto dall'EGM riguarda l'adozione del *Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ex Decreto legislativo 231/2001* (o Modello 231)⁴⁷. Come già accennato, l'unico obbligo in termini di *corporate*

⁴⁴ Occorre evidenziare che, a seconda degli investitori interessati all'acquisto delle azioni, la PMI dovrà essere abile a divulgare una Equity Story "growth stock", se la remunerazione per l'investitore è principalmente legata all'apprezzamento del titolo in Borsa, oppure "value stock", qualora la remunerazione per l'investitore sia maggiormente legata ai dividendi che la PMI sarà in grado di offrire.

⁴⁵ Cfr. *Come raccontare una Equity Story d'impatto (Step-by-Step)*, Relazioni con gli Investitori, Euronext Corporate Services, 7 luglio 2021, corporateservices.euronext.com

⁴⁶ Cfr. GOLSCH L., *Manuale di relazioni con gli investitori e comunicazione finanziaria. L'IPO come sfida per le relazioni con gli investitori e la comunicazione finanziaria*, Springer International Publisher, Wiesbaden, 2022

⁴⁷ Il Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231 istituisce il Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo, volto a disciplinare la responsabilità amministrativa delle società e degli enti per reati commessi dai suoi amministratori, dirigenti o dipendenti.

Capitolo 2

governance che le SMEs devono rispettare per accedere al mercato EGM è la nomina di almeno un amministratore indipendente. Tale amministratore deve essere possedere i caratteri di indipendenza stabiliti dall'articolo 148, comma 3, del Testo Unico della Finanza (TUF) e deve essere scelto dagli azionisti tra i candidati preventivamente individuati o valutati positivamente dall'Euronext Growth Advisor. Seppur non obbligatoria⁴⁸, l'adozione del Modello 231 permette alle PMI di allinearsi alle *best practices* di *corporate governance* adottate dalla maggior parte delle società quotate italiane⁴⁹. In particolare, tale modello presuppone l'istituzione di processi e procedure volti ad impedire e prevenire qualsiasi forma di reato da parte degli amministratori o dei dipendenti di un'impresa. In questo modo, l'impresa può incrementare la propria trasparenza e la correttezza nello svolgimento delle proprie attività, aumentando così l'interesse da parte degli investitori. L'adozione del Modello 231 implica anche l'istituzione dell'Organismo di Vigilanza (OdV), cioè l'organo incaricato dell'attivazione del Modello, della verifica della sua osservanza e dell'aggiornamento delle procedure qualora presentino eventuali violazioni⁵⁰.

Nel caso dei minibond, anziché i requisiti sostanziali, si hanno i requisiti qualitativi, ovvero requisiti non obbligatori la cui adozione permette di accrescere la trasparenza, la liquidità e l'attrattività del titolo obbligazionario.

Il primo requisito qualitativo riguarda l'assegnazione del *credit rating*⁵¹ a favore dell'impresa emittente. Come precedentemente affermato, l'emissione di

⁴⁸ L'adozione del Modello 231 (o Codice di Corporate Governance) è obbligatoria (e, quindi, rappresenta un requisito formale) solo nel Segmento STAR.

⁴⁹ Nel 2022, il 58% delle società italiane quotate ha adottato il Modello 231 (e, di conseguenza, istituito l'Organismo di Vigilanza, mentre il 42% non adotta tale procedura.

⁵⁰ Cfr. BRIZZI F., *Dalla "prevenzione bellica" a quella "riparativa": misure di prevenzione e modello 231*, Key Editori, Milano, 2022

⁵¹ Il *rating* (o giudizio di rating, *credit rating*, *credit score*) è un giudizio espresso da società di rating specializzate e riguarda l'affidabilità finanziaria di una determinata impresa. Esso dipende da molteplici fattori come, ad esempio, la durata dei prestiti contratti, la struttura finanziaria, le caratteristiche del management, la presenza di eventuali garanzie sui debiti.

minibond rende fondamentale fornire agli investitori quante più informazioni relative all'impresa, al suo business e alle sue caratteristiche economiche-finanziarie. Per questo, le PMI possono richiedere alle Agenzie di Rating l'attribuzione di un *credit score*, che sintetizza l'affidabilità finanziaria dell'impresa emittente e garantisce trasparenza al mercato, incrementando la probabilità di successo dell'emissione. Nell'Unione Europea, il rating può essere emesso solo da società riconosciute dall'ESMA (European Securities and Markets Authority) e dall'EBA (European Banking Authority), autorità europee a cui è affidato il compito di registrare e supervisionare le agenzie di rating dell'UE⁵².

Un altro importante requisito qualitativo concerne l'utilizzo delle risorse raccolte attraverso l'emissione di minibond. Infatti, per essere credibili e suscitare l'interesse degli investitori, le PMI emittenti devono essere aziende vocate all'internazionalizzazione e devono presentare documenti dettagliati in cui vengono specificati i progetti in cui verranno investite le risorse raccolte. In particolare, il capitale raccolto mediante l'emissione di minibond non può essere impiegato per rimborsare i debiti finanziari esistenti, ma solo per intraprendere nuovi investimenti che possano facilitare lo sviluppo e l'internazionalizzazione dell'impresa.

Un ultimo requisito qualitativo raccomandato da Borsa Italiana riguarda l'appartenenza a specifici settori. Infatti, molteplici ricerche dimostrano che l'emissione di minibond da parte di PMI appartenenti ai settori più interessanti dell'economia moderna (es. settore tecnologico, settore green, settore industriale, ecc.) presentano risultati migliori rispetto alle emissioni effettuate da imprese appartenenti a settori meno interessanti⁵³.

⁵² Cfr. GAI L., *Il rating delle PMI. Un approccio metodologico per banche, confidi ed intermediari finanziari*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2008

⁵³ Cfr. CARZANIGA C., *I minibond*, Promozione Finanziamenti, Camera di Commercio di Mantova, gennaio 2021

Capitolo 2

Tabella 2.1 – Confronto tra requisiti per la quotazione su EGM e l'emissione di minibond

QUOTAZIONE SU EGM	EMISSIONE DI MINIBOND
<p>Requisiti formali</p> <p><i>Pre-quotazione:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Emittente è una PMI (no microimpresa) • Certificazione bilancio da parte di una società di revisione • Un amministratore indipendente • Selezione di un EGA • Documento di Ammissione semplificato, Information Memorandum e Working Capital Statement • Selezione di un Investor Relations Manager • Creazione di un sito internet <p><i>Post-quotazione:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Mantenere uno Specialist • Pubblicazione puntuale di bilanci e relazioni semestrali • Comunicazioni price sensitive obbligatorie 	<p>Requisiti oggettivi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Emittente è una società non quotata residente in Italia (no microimpresa) • Fatturato tra 20 e 500 milioni di euro • EBITDA almeno pari al 6% • Emissione massima di 50 milioni di euro • Selezione di un Arranger • Documento di Ammissione semplificato e Regolamento del Prestito • Approvazione di due bilanci, di cui l'ultimo certificato da una società di revisione
<p>Requisiti sostanziali</p> <ul style="list-style-type: none"> • Buona situazione patrimoniale, economica e finanziaria • Comunicazione della strategia mediante l'Equity Story • Confronto continuo con la comunità finanziaria mediante l'Investor Relations Manager • Adozione del Modello 231 	<p>Requisiti qualitativi</p> <ul style="list-style-type: none"> • Buona situazione patrimoniale, economica e finanziaria • Giudizio di rating • Esplicitazione dell'impiego delle risorse raccolte • Appartenenza a settori attrattivi ed interessanti

Fonte: elaborazione propria con informazioni di Borsa Italiana e Banca d'Italia

Nella Tabella 2.1 vengono riassunti e confrontati i requisiti formali e sostanziali richiesti per la quotazione su EGM e i requisiti oggettivi e qualitativi richiesti per l'emissione di minibond. Come già visto per le fasi di accesso ai mercati, anche i requisiti richiesti per l'emissione di minibond sono meno stringenti rispetto a quelli previsti per la quotazione su EGM. Difatti, il minore numero di requisiti e il loro ridotto contenuto favoriscono una diminuzione degli adempimenti che devono essere soddisfatti per accedere all'ExtraMOT PRO.

2.3.3 Il Segmento STAR e il Segmento Professionale

Per quanto riguarda i requisiti di accesso e permanenza sui mercati azionari, è interessante proporre un approfondimento riguardo il Segmento STAR e il Segmento Professionale.

A seguito dell'acquisizione di Borsa Italiana da parte di Euronext, il Segmento STAR, che corrisponde all'acronimo "Segmento Titoli ad Alti Requisiti",

cambia il nome in Euronext STAR Milan. Tale segmento è dedicato alle piccole e medie imprese italiane che eccellono nella loro nicchia di mercato. Difatti, il Segmento STAR presenta requisiti di accesso e permanenza molto più stringenti rispetto al mercato primario EXM, in termini di trasparenza, liquidità e *corporate governance*. Per questo motivo, le PMI appartenenti a tale segmento rappresentano le “stelle”, le punte di diamante di Borsa Italiana. In particolare, i principali requisiti che le PMI devono obbligatoriamente rispettare per accedere al segmento STAR sono:

- Capitalizzazione tra i 40 milioni di euro e 1 miliardo di euro
- Flottante almeno pari al 35%
- Presenza del Comitato Controlli e Rischi e del Comitato di Remunerazione
- Selezione di un Investor Relations Manager
- Predisposizione di incentivi al management collegati alla gestione dell’impresa e alla performance aziendale
- Redazione e pubblicazione del Modello 231 (o Codice di Corporate Governance)

Inoltre, sono previste ulteriori condizioni per la trasparenza informativa come, ad esempio, la certificazione dell’ultimo bilancio da parte di un revisore legale oppure l’assenza di procedure concorsuali o di ristrutturazione⁵⁴.

Il Segmento Professionale, invece, è un segmento del mercato EGM riservato agli investitori professionali intenzionati ad investire su PMI innovative, start-up e scale-up. L’AIM Professional Italia viene istituito con la modifica del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan del 20 luglio 2020 e, a seguito dell’ingresso di Borsa Italiana in Euronext, prende il nome di Segmento Professionale (o EGM Pro). Tale segmento è dedicato alle società che preferiscono accedere in maniera graduale

⁵⁴ Cfr. ARLOTTA C., *Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI. Le opportunità della digitalizzazione e dello sviluppo sostenibile*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2022

Capitolo 2

al mercato, dotandosi progressivamente delle strutture necessarie per operare con gli investitori internazionali. Inoltre, è un segmento che si rivolge alle start-up e scale-up che hanno avviato la commercializzazione di prodotti o servizi da meno di un anno e a quelle che non hanno ancora avviato processi strategici o funzioni previsti dal Business Model. Infine, il Segmento Professionale è anche a disposizione delle società che vogliono aumentare la propria visibilità con gli investitori prima di accedere alle negoziazioni (*just listing*)⁵⁵.

Il Segmento Professionale prevede un interessante requisito, che può essere definito un “ibrido” tra i requisiti formali e i requisiti sostanziali. Difatti, la soglia minima di flottante richiesta per la quotazione in tale segmento è pari al 2% del capitale, che deve essere ripartita tra almeno cinque investitori (requisito formale). Tuttavia, nel caso in cui il flottante di un’impresa scenda al di sotto del 10% del capitale e rimanga comunque superiore al 2%, Borsa Italiana dispone la sospensione delle negoziazioni delle azioni di quell’impresa, fino a quando il requisito del flottante minimo del 10% non venga pienamente rispettato. Se trascorrono due anni senza che tale requisito venga soddisfatto, Borsa Italiana dispone la revoca della quotazione e delle negoziazioni del titolo.

Inoltre, poiché il Segmento Professionale è rivolto esclusivamente agli investitori professionali, esso prevede delle modalità di negoziazione semplificate. Infatti, non è richiesta la presenza di uno Specialist, il lotto minimo di negoziazione è pari a 5.000€ e la negoziazione avviene sulla base di un prezzo unico giornaliero, mediante il meccanismo d’asta⁵⁶.

⁵⁵ Cfr. CAMBARERI G., SPADAFORA N., AIM Italia, le caratteristiche del nuovo segmento professionale, Casa Editrice Blue Rating, 21 giugno 2020, bluerating.com

⁵⁶ Cfr. *Il Segmento Professionale, caratteristiche e requisiti*, mercati azionari di Borsa Italiana, borsaitaliana.it

2.4 Gli attori a supporto delle PMI

2.4.1 I soggetti coinvolti nel processo di quotazione su EGM

Il primo soggetto che le PMI devono selezionare per intraprendere il processo di quotazione su EGM è l'Advisor finanziario. L'Advisor finanziario è un soggetto specializzato negli Equity Capital Markets che realizza lo studio di fattibilità e la valutazione pre-quotazione dell'impresa quotanda. Tale soggetto, cioè, verifica la rispondenza dei requisiti formali e sostanziali, controlla la situazione economico-finanziaria della PMI e svolge lo studio di benchmarking, ovvero confronta l'impresa con i migliori competitors del mercato, effettuando un'analisi del contesto competitivo. Inoltre, un'altra importante funzione svolta dall'Advisor finanziario è l'affiancamento del management nella definizione del Piano Industriale e, in particolare, nella redazione del *Business Plan* in esso contenuto. Nella *Guideline di Borsa Italiana*, il Piano Industriale viene definito come un documento in cui le PMI illustrano la propria strategia aziendale mediante il *Business Plan* e specificano le iniziative strategiche del management, le azioni da porre in essere per raggiungere gli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value drivers e dei risultati attesi. Infine, un'ultima fondamentale funzione dell'Advisor finanziario è la selezione e il coordinamento di tutti gli altri attori che partecipano alla quotazione su EGM⁵⁷.

Un particolare attore che supporta le PMI nel processo di quotazione nel mercato EGM è l'Euronext Growth Advisor (d'ora in poi, EGA), un soggetto selezionato dall'Advisor finanziario che svolge una serie di funzioni-chiave. L'EGA (ex Nomad) è una banca, un'impresa di investimento comunitaria o un'impresa appartenente ad una rete di società di revisione, che valuta il rispetto del Regolamento Emittenti EGM, partecipa insieme ai consulenti alla stesura del Documento di Ammissione e assiste l'impresa durante tutto il periodo di permanenza sul mercato. Inoltre, l'EGA può raccomandare all'imprenditore e/o agli

⁵⁷ Cfr. *Quotarsi in Borsa Italiana. Il ruolo degli Advisor*, borsaitaliana.it

amministratori di implementare procedure, strutture organizzative e modifiche della struttura di corporate governance, in modo tale da allineare l'impresa alle *best practices* adottate sull'EXM e, quindi, accrescere l'interesse da parte degli Investitori Istituzionali⁵⁸.

Nell'Euronext Growth Milan è prevista anche la presenza di un Global Coordinator e di uno Specialist ed entrambi i ruoli possono essere ricoperti dallo stesso EGA. In particolare, il Global Coordinator è una banca di investimento o un intermediario finanziario che partecipa attivamente alle fasi di marketing pre-IPO, di book-building e di collocamento delle azioni. Il Global Coordinator si occupa anche della definizione del prezzo di offerta e della stabilizzazione dello stesso a seguito della quotazione. Inoltre, il Global Coordinator, svolgendo il ruolo di consorzio di collocamento, si accolla le eventuali azioni rimaste invendute a seguito dell'IPO⁵⁹.

Lo Specialist, invece, è una figura prevista dal Regolamento Emittenti EGM, la cui presenza è obbligatoria nel mercato EGM a seguito dell'ammissione alle negoziazioni. Lo Specialist svolge il ruolo di *market maker* (o *liquidity provider*), ovvero garantisce la liquidità dei titoli azionari attraverso l'esposizione di offerte di acquisto e di vendita, secondo percentuali giornaliere e quantitativi stabiliti da Borsa Italiana. In particolare, lo Specialist deve operare rispettando due principali condizioni: una quantità minima giornaliera da esporre in acquisto e vendita ed una distanza percentuale massima tra il prezzo *bid* (denaro) e il prezzo *ask* (lettera)⁶⁰.

⁵⁸ Cfr. *Gli Advisor su Euronext Growth Milan*, borsaitaliana.it

⁵⁹ Cfr. *Il Global Coordinator*, Glossario di Economia & Finanza, repubblica.it

⁶⁰ Il prezzo *bid* è il prezzo al quale il dealer è disposto ad acquistare uno strumento finanziario, mentre il prezzo *ask* è il prezzo al quale il dealer è disposto a vendere lo stesso strumento finanziario. La differenza tra il prezzo *ask* e il prezzo *bid* prende il nome di *bid-ask spread* (o, più semplicemente, *spread*); Borsa Italiana stabilisce uno *spread* percentuale massimo che i dealer, i market maker e gli altri intermediari sono obbligati a rispettare.

I requisiti formali post-quotazione del mercato EGM prevedono anche l'individuazione e la selezione di un Investor Relations Manager (d'ora in poi, IR Manager) o Advisor di Investor Relations. L'IR Manager si occupa principalmente della gestione dei rapporti con gli investitori. In particolare, l'IR Manager assiste le PMI nella definizione e valorizzazione dell'Equity Story, indicando all'imprenditore quali sono le principali variabili che influenzano il valore dell'impresa percepito dagli investitori. Inoltre, l'Investor Relations Manager organizza road-show, incontri one-to-one e conferenze stampa, in cui affianca il Top Management della società, al fine di massimizzarne la visibilità nei confronti della comunità finanziaria e della stampa⁶¹.

Oltre a questi attori-chiave, nell'EGM è prevista anche la presenza di attori "secondari" che, tuttavia, svolgono funzioni fondamentali. Questi sono l'Advisor legale, l'Advisor fiscale e l'Auditing Firm.

L'Advisor legale (o consulente legale) ha il compito di affiancare l'emittente, gli intermediari e i consulenti riguardo in tutti gli aspetti di natura legale e contrattualistica, come la stesura dei contratti, la verifica del Documento di Ammissione e il controllo delle informazioni comunicate all'esterno. Inoltre, l'Advisor legale supporta l'Euronext Growth Advisor nella realizzazione della *Legal due diligence* (o *due diligence* legale), rilasciando la *legal opinion*⁶² qualora tutte le informazioni di carattere legale e contrattualistico siano rispettate⁶³.

L'Advisor fiscale (o consulente fiscale), invece, affianca l'EGA nella realizzazione della *Fiscal due diligence* (o *due diligence* fiscale), ovvero analizza i documenti contabili dell'impresa al fine di verificare la conformità di tutti gli aspetti

⁶¹ Cfr. "What does an Investor Relations Manager do?", Corporate Finance Institute Team, 20 marzo 2021, corporatefinanceinstitute.com

⁶² La *legal opinion* è una certificazione rilasciata dall'Advisor legale, il quale, sotto la sua totale responsabilità, afferma che l'impresa rispetta tutte le indicazioni di carattere legale e contrattualistico.

⁶³ Cfr. *Cosa fa il Legal Advisor*, Redazione Alma Laboris, 6 dicembre 2018, almalaboris.com

fiscali. Se l'esito della *due diligence* è positivo, il consulente fiscale rilascia la *fiscal opinion*, cioè una certificazione in cui viene attestato il rispetto di tutte le indicazioni di carattere fiscale. Inoltre, l'Advisor fiscale è un attore fondamentale per conoscere le opportunità di risparmio a cui le PMI possono accedere (come, ad esempio, il Bonus IPO, che verrà trattato nell'ultimo capitolo)⁶⁴.

La principale funzione dell'*Auditing Firm* (o società di revisione), infine, è quella di certificare che i bilanci delle PMI siano correttamente redatti secondo i principi contabili nazionali o internazionali. Difatti, come già detto, per accedere al mercato EGM, occorre che almeno un bilancio (se esistente) sia certificato da una società di revisione, la quale verifica che sia redatto secondo i principi contabili italiani o internazionali. Inoltre, l'*Auditing Firm* affianca l'EGA nella fase di due diligence, verificando il Business Plan, il Piano Industriale e i dati economico-finanziari contenuti nel Documento di Ammissione. La società di revisione può anche emettere giudizi sui bilanci dell'emittente e redigere *Comfort Letter*, cioè documenti in cui dichiara la veridicità e correttezza dei dati e dei documenti analizzati durante la fase di due diligence⁶⁵.

2.4.2 I soggetti coinvolti nel processo di emissione di minibond

La presenza di un Advisor finanziario è obbligatoria anche nel processo di emissione di minibond. Come nel caso della quotazione, l'Advisor finanziario effettua uno studio di fattibilità dell'operazione e svolge una valutazione preliminare dell'emittente. In particolare, esso controlla la rispondenza ai requisiti minimi previsti dalla normativa, valuta la solidità finanziaria dell'emittente, verifica la sua capacità di onorare il debito e supporta la società nella redazione della documentazione richiesta (Documento di Ammissione e Regolamento del Prestito).

⁶⁴ Cfr. GIACOMA G., SARTORI M., STESURI A., *Due Diligence: analisi contabile, fiscale e legale*, IPSOA, 2007

⁶⁵ Cfr. *Relazione della Società di Revisione*, Glossario finanziario di Borsa Italiana, borsaitaliana.it

Inoltre, l'Advisor finanziario seleziona tutti gli altri attori coinvolti nel processo, collaborando con essi per definire le caratteristiche dell'emissione obbligazionaria⁶⁶.

Un altro attore fondamentale nel processo di emissione di minibond è la banca Arranger (o, semplicemente, Arranger). L'Arranger svolge il ruolo di coordinatore degli altri attori coinvolti, interfacciandosi con ciascuno di essi durante le diverse fasi del processo. In particolare, nelle fasi preparatoria e in quella di *due diligence*, l'Arranger affianca l'Advisor finanziario per la valutazione complessiva dell'emittente, per la verifica preliminare della fattibilità dell'operazione e per il controllo della sostenibilità del debito. Una volta verificata la sostenibilità dell'operazione e del debito, l'Arranger provvede, insieme all'Advisor finanziario, a strutturare l'emissione obbligazionaria, definendo la cedola, il prezzo e la durata. Contemporaneamente, collabora con il consulente legale, il consulente fiscale e la società di revisione per la stesura dei documenti necessari all'emissione (Documento di Ammissione, Piano Industriale, Business Plan, Regolamento del Prestito). Infine, l'Arranger svolge la funzione che l'Investor Relations Manager svolge nel mercato EGM, ovvero gestisce le relazioni con gli investitori al fine di accrescere la visibilità dell'impresa e, quindi, l'attrattività del titolo⁶⁷.

Altri soggetti che, pur svolgendo funzioni fondamentali nell'emissione di minibond, possono essere definiti secondari sono l'Advisor legale, l'Advisor fiscale e la società di revisione. Le funzioni svolte da questi attori corrispondono, più o meno, a quelle svolte per la quotazione sul mercato EGM. In particolare, il consulente legale si occupa della Legal due diligence e del rilascio della legal opinion; il consulente fiscale effettua la Fiscal due diligence e rilascia la fiscal opinion; la società di revisione certifica che i bilanci siano redatti seguendo i

⁶⁶ Cfr. BASTIA G., NAPOLI M., VERNA A., *Finanza di sviluppo per le PMI*, E-book Fisco e Tasse, 2018

⁶⁷ Cfr. ANGELINI M.S., GENNARO A., GIOVANNINI R., *Financial policy of Italian SMEs: the impact of minibond*, Corporate Ownership & Control, Volume 16, Fascicolo 3, 2019

principi contabili italiani o internazionali (permettendo, quindi, di adempiere al requisito oggettivo di certificazione dell'ultimo bilancio approvato) e rilascia le *Comfort Letter*⁶⁸.

Inoltre, il processo di emissione di minibond prevede la presenza di un attore "eventuale": l'agenzia di rating. Difatti, qualora un'impresa volesse incrementare la propria visibilità e, quindi, la liquidità del proprio titolo, può richiedere l'attribuzione di un *credit score* da parte di un'agenzia di rating. In questo modo, la PMI sfrutta il requisito qualitativo relativo al giudizio di rating per accrescere la propria credibilità e trasparenza agli occhi degli investitori⁶⁹.

2.5 I costi per l'accesso ai mercati

2.5.1 I costi della quotazione borsistica

I costi di quotazione previsti per accedere al mercato EGM possono essere ripartiti in tre categorie: costi fissi, costi variabili e costi post-quotazione.

L'entità dei costi fissi è prestabilita oppure è espressa in funzione della struttura, della dimensione e della complessità della società quotanda e prescinde sia dall'esito dell'operazione sia dalla dimensione dell'emissione. I costi fissi rappresentano la spesa sostenuta per tutte le consulenze, da corrispondere all'Advisor finanziario, all'EGA, ai consulenti legali e fiscali, ecc. Essi vengono pagati una sola volta e, in media, nel mercato EGM oscillano tra i 290.000 e i 360.000€⁷⁰.

All'interno della categoria dei costi fissi rientrano anche i costi da riconoscere a Borsa Italiana e Consob. Le fee richieste da Borsa Italiana vengono definite un costo fisso perché dipendono dalla capitalizzazione della società quotanda e dal

⁶⁸ Cfr. *Il processo di emissione*, Redazione Banca FININT, minibond.tv

⁶⁹ Cfr. ALTMAN E.I., ESENTATO M., SABATO G., *Assessing the credit worthiness of Italian SMEs and mini-bond issuers*, Global Finance Journal, Volume 43, 100450, febbraio 2020

⁷⁰ Cfr. *Price List Borsa Italiana. Corrispettivi di ammissione e quotazione, in vigore dal 1 gennaio 2024*, Il processo di quotazione, borsaitaliana.it

Gli strumenti dedicati alle PMI: confronto tra mercato EGM e minibond

mercato di quotazione. In particolare, sul mercato EXM le commissioni da riconoscere a Borsa Italiana sono pari a 35.000€, se l'impresa ha una capitalizzazione minore o uguale a 1 miliardo di euro, oppure pari a 100.000€, se la capitalizzazione dell'impresa supera il miliardo di euro. Su EGM, l'accesso è agevolato anche sotto questo punto di vista. Difatti, le commissioni richieste da Borsa Italiana sono pari a 15.000€, per le imprese con una capitalizzazione minore o uguale a 20 milioni di euro, e pari a 25.000€ per le imprese con una capitalizzazione superiore ai 20 milioni di euro. Le commissioni da riconoscere alla Consob rappresentano il costo per l'attività di vigilanza sui mercati e anch'esse sono proporzionali alla capitalizzazione della società quotanda (in media, variano tra 23.500€ e 100.000€)⁷¹.

I costi post-quotazione, invece, sono costi che vengono pagati annualmente dalle PMI e riguardano tutte le attività per il mantenimento della condizione di società quotata (ad esempio, i costi per la redazione dei documenti periodici obbligatori, per il supporto dell'EGA durante la permanenza sul mercato, per le attività svolte dallo Specialist, ecc.). Così come i costi fissi, anche questi costi dipendono dalla capitalizzazione della società quotata e dal mercato di quotazione. Tuttavia, nel caso dei costi post-quotazione è previsto un ulteriore soggetto a cui corrispondere le spese rispetto ai costi fissi, ovvero lo Specialist, il quale inizia ad operare solo una volta che l'impresa viene ammessa alle negoziazioni. Secondo una

⁷¹ Cfr. *Tariffe Anno 2023 per Emittenti italiani ed esteri che hanno chiesto o autorizzato la negoziazione in sistemi multilaterali gestiti da Banche, SIM o Gestori dei mercati regolamentati italiani, vigilati ai sensi del Regolamento UE n. 596/2014*, Riferimenti normativi, Contributi di Vigilanza, 2023, consob.it

Capitolo 2

ricerca condotta nel 2022 da *pminews.it*⁷², i costi post-quotazione nel mercato EGM oscillano tra 115.000€ e i 170.000€ annui⁷³.

Infine, i costi variabili fanno riferimento al collocamento del titolo e variano in base all'ammontare raccolto nella fase di IPO. Essi si dividono in costi variabili di sottoscrizione (o *underwriting commissions*), di gestione e di vendita e vengono corrisposti solo in caso di esito positivo del collocamento. Le commissioni di sottoscrizione, gestione e vendita rappresentano i costi da corrispondere al Global Coordinator per il collocamento del titolo e vengono calcolati come una percentuale sulla raccolta totale di capitale. All'aumentare della dimensione dell'emissione azionaria aumentano sia la liquidità del titolo sia la trasparenza e la credibilità dell'impresa e, di conseguenza, i costi variabili tendono ad aumentare in maniera meno che proporzionale (la percentuale calcolata sull'ammontare raccolto diminuisce all'aumentare della dimensione dell'emissione)⁷⁴.

Esiste anche un'ulteriore tipologia di costo che può essere definito "eventuale", in quanto non grava necessariamente su tutte le imprese quotande. Si tratta del costo di *underpricing*, un costo definito variabile poiché legato alla fase di collocamento del titolo e, in particolare, al prezzo scelto per l'IPO. Difatti, qualora le PMI vogliano ridurre la quantità di azioni invendute ed invogliare gli investitori a sottoscrivere il loro titolo, possono collocare le azioni ad un prezzo inferiore rispetto al valore di mercato. Facendo ciò, le imprese sostengono un costo, in quanto non raccolgono la quantità di capitale che avrebbero raccolto collocando

⁷² PMInews.it è la piattaforma per le informazioni su EGM di proprietà di IR Top Consulting Group. Si tratta di una testata in cui vengono riportate le informazioni economico-finanziarie delle imprese appartenenti al mercato EGM, con l'obiettivo di mettere a disposizione di investitori ed imprese informazioni e dati a supporto delle proprie scelte.

⁷³ Cfr. Osservatorio PMI EGM: 193 quotate per capitalizzazione 9,1 mld euro, nel 2023 attese 215 quotate per 12,8 mld euro, IR Top Consulting Group, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, *pminews.it*

⁷⁴ Cfr. *Quanto costa la quotazione su EGM*, Pmi Italiane in Borsa, Guida alla quotazione su EGM, *pmi.it*

le azioni al prezzo di mercato. Tuttavia, allo stesso tempo, possono godere anche di alcuni benefici. In primis, si tutela il consorzio di collocamento (ovvero il Global Coordinator) perché, sottostimando il valore delle azioni, è più probabile che vengano sottoscritti tutti i titoli. Inoltre, si crea una sorta di beneficio in termini di *market sentiment*. Infatti, la forte domanda iniziale di azioni farà aumentare in poco tempo il valore del titolo. Gli investitori di prima sottoscrizione, quindi, potranno vendere tali azioni ad un prezzo superiore rispetto a quello di acquisto. Così facendo, in pochi giorni il valore delle azioni subirà un incremento e ciò genererà un'ottima impressione e una prospettiva di crescita dell'impresa. Il miglioramento dell'immagine aziendale farà sì che, in futuro, gli investitori saranno disposti a pagare di più per acquistare le azioni e, di conseguenza, mediante una seconda emissione azionaria, l'impresa potrà recuperare parte del costo di *underpricing* sostenuto in fase di prima emissione⁷⁵.

⁷⁵ Cfr. PALMUCCI F., *IPO underpricing: il prezzo della liquidità*, Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale, 2011

Capitolo 2

Tabella 2.2 – I costi della quotazione sul mercato EGM

TIPOLOGIA DI COSTI	ENTITÀ MEDIA DEI COSTI
COSTI FISSI (consulenze-pre quotazione)	
• Commissioni EGM	20.000€
• Advisor finanziario	90.000€-100.000€
• EGA	100.000€-120.000€
• Società di revisione	30.000€
• Advisor legale e fiscale	40.000€-80.000€
• Euronext Securities Milan	10.000€
• Borsa Italiana	15.000€-25.000€
• Consob	23.500€-100.000€
	=328.500€-485.000€
COSTI VARIABILI	
• Commissioni di collocamento	4-6% del collocamento
• <i>Success fee</i> (Advisor finanziario)	0,8-1% della capitalizzazione
• Costo di <i>underpricing</i>	% scelta dall'impresa
COSTI POST-QUOTAZIONE	
• Commissioni EGM	12.600€
• EGA	30.000€-40.000€
• Specialist	25.000€-35.000€
• IR Manager	15.000€-20.000€
• Società di revisione	10.000€-30.000€
• Advisor legale e fiscale	10.000€-15.000€
• Euronext Securities Milan	15.000€
	=117.600€-167.600€

Fonte: elaborazione propria con informazioni di *pminews.it*

Nella Tabella 2.2 vengono illustrati tutti i costi che una PMI deve sostenere per accedere al mercato EGM, divisi in costi fissi, costi variabili e costi post-quotazione. Inoltre, nella colonna a destra, viene inserita l'entità media di ciascun costo e, nel caso dei costi variabili, la percentuale di collocamento o capitalizzazione che viene utilizzata per calcolare gli oneri stessi⁷⁶.

2.5.2 I costi dell'emissione di minibond

I costi relativi all'emissione di minibond si dividono in costi di emissione e costi del tasso di interesse. I costi di emissione possono essere fissi o variabili a seconda che la loro entità sia prestabilita, calcolata in base alla capitalizzazione dell'impresa oppure in base all'entità dell'emissione obbligazionaria. In particolare,

⁷⁶ Cfr. *Guida alla quotazione su AIM Italia*, Sezione Notizie di *pminews.it*, IR Top Consulting Group & Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza, 22 febbraio 2018, *pminews.it*

i costi di emissione comprendono i costi consulenziali e quelli per la *due diligence* (Advisor finanziario, consulente legale, consulente fiscale), i costi per la preparazione all'emissione e per il collocamento dell'offerta (Arranger), i costi per l'attribuzione del giudizio di rating (Società di rating) e i costi per la certificazione del bilancio (Società di revisione). Inoltre, all'interno di questa categoria, si trovano anche i costi legati al corrispettivo unico da corrispondere a Borsa Italiana nel momento del collocamento. Nel Mercato Telematico delle Obbligazioni (MOT), esso viene calcolato come una percentuale del capitale raccolto ed è pari allo 0,01% per le emissioni fino a 500 milioni di euro, pari allo 0,005% per le emissioni da 500 milioni di euro a 1 miliardi di euro e pari allo 0,0025% per le emissioni superiori al miliardo di euro⁷⁷. Ad esempio, per un'emissione di minibond con valore nominale raccolto di 700.000€, il corrispettivo da versare a Borsa Italiana è pari a 60.000€, in quanto:

$$500.000.000€ \cdot 0,01\% + 200.000.000€ \cdot 0,005\% = 60.000€$$

Poiché l'entità massima prevista per l'emissione di minibond è pari a 50 milioni di euro, nei segmenti ExtraMOT PRO e ExtraMOT PRO3, il corrispettivo unico da corrispondere a Borsa Italiana è pari allo 0,01% del capitale raccolto.

Inoltre, tra i costi di emissione rientra anche il costo dell'eventuale quotazione sul mercato ExtraMOT PRO 3. Infatti, qualora l'impresa voglia quotare i propri minibond per accrescere la loro visibilità e liquidità, deve pagare un corrispettivo pari a 2.500€ a Borsa Italiana per l'accesso alle negoziazioni.

La definizione del costo del tasso di interesse, invece, avviene mediante un processo di negoziazione tra l'impresa emittente, l'Arranger e gli investitori, con il supporto dell'Advisor finanziario. Difatti, come accennato in precedenza, il tasso di interesse pagato sui minibond dipende da diversi fattori come, ad esempio, la

⁷⁷ Cfr. *Price List Borsa Italiana. Corrispettivi di ammissione e quotazione, in vigore dal 1 settembre 2022*, Il processo di quotazione, borsaitaliana.it

Capitolo 2

durata del titolo, la tipologia di cedola, il *credit rating* dell'emittente, la presenza di eventuali garanzie, la dimensione dell'emissione. In media, le emissioni di minibond di medio-lungo periodo presentano tassi compresi tra il 4% e il 6%, mentre il tasso delle emissioni di breve periodo può essere anche inferiore al 4%⁷⁸.

Una ricerca condotta da Assonime⁷⁹ nel 2022, relativa ai costi medi associati all'emissione di minibond, divide i costi in costi fissi e costi variabili. Tra i costi fissi rientrano quei costi che hanno un'entità prestabilita o la cui entità è proporzionale alla capitalizzazione dell'emittente; i costi variabili, invece, vengono definiti come quei costi che sono proporzionali all'entità dell'emissione obbligazionaria. Secondo questa ricerca, nel 2022 le emissioni di minibond, in media, hanno presentato costi fissi pari all'1,5% del valore nominale raccolto e costi variabili pari allo 0,5% del valore nominale raccolto⁸⁰.

Tabella 2.3 – I costi dell'emissione di minibond

TIPOLOGIA DI COSTI	SOGGETTO BENEFICIARIO	ENTITÀ MEDIA DEI COSTI
COSTI DI EMISSIONE		
• Consulenza finanziaria e <i>due diligence</i>	Advisor finanziario	0,5-2% del collocamento
• Preparazione e collocamento	Arranger	0,5-1% del collocamento
• Consulenza legale e fiscale	Advisor legale e fiscale	15.000€-50.000€
• Certificazione del bilancio	Società di revisione	15.000€
• Giudizio di rating	Agenzia di rating	15.000€-20.000€
• Quotazione su ExtraMOT PRO3	Borsa italiana	2.500€
• Corrispettivo unico	Borsa italiana	0,01% del collocamento
COSTI DI TASSO DI INTERESSE		
• Minibond di breve periodo	Investitori	4-6% del collocamento
• Minibond di medio-lungo periodo	Investitori	≤ 4% del collocamento

Fonte: elaborazione propria con informazioni di Assonime

La Tabella 2.3 riassume tutti i costi legati all'emissione di minibond, distinguendoli in costi di emissione e costi di tasso di interesse. Inoltre, per ciascun

⁷⁸ Cfr. *Il finanziamento a medio-lungo termine delle imprese in Italia*, Relazione dell'Assemblea Biennale Assonime, assonime.it

⁷⁹ Assonime è l'associazione delle società per azioni italiane. Essa si occupa della trattazione e dello studio di problemi che riguardano gli interessi e lo sviluppo dell'economia italiana.

⁸⁰ Cfr. BOCCALETTI S., ROSSI E., ROSSOLINI M., *How can SMEs signal their quality and growth orientation to the market? An analysis of the cost of Italian corporate minibonds*, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2022

costo è indicata l'entità media stimata da Assonime con riferimento all'anno 2022 e il soggetto a cui deve essere corrisposto il costo. Confrontando questa tabella con la Tabella 2.2 del precedente sottoparagrafo, è possibile notare che i costi associati all'emissione di minibond sono sensibilmente inferiori rispetto a quelli per la quotazione sul mercato EGM. Infatti, la presenza di fasi per l'ammissione semplificate, la richiesta di requisiti meno stringenti e la partecipazione di un numero minore di attori fanno sì che il processo di emissione di minibond sia meno dispendioso rispetto alla quotazione borsistica su EGM. Inoltre, poiché l'emissione di minibond prevede un limite relativo all'entità massima erogabile (pari a 50 milioni di euro), i costi calcolati come percentuale del capitale raccolto raggiungeranno valori più modesti rispetto ai costi variabili della quotazione su EGM.

CAPITOLO 3 – I VANTAGGI DELLA QUOTAZIONE SU EGM

A seguito del confronto sviluppato nel Capitolo 2, emerge che il processo di emissione di minibond è più semplice rispetto a quello previsto per la quotazione sul mercato EGM, in termini di fasi per l'accesso alle negoziazioni, di requisiti da rispettare, di attori coinvolti e di costi sostenuti dalle PMI. Difatti, per l'emissione di minibond è prevista una procedura di accesso al mercato molto più rapida rispetto alla quotazione (circa 2 mesi, anziché 6-12 mesi). Sul mercato ExtraMOT PRO sono anche richiesti requisiti di accesso e permanenza meno stringenti rispetto a quelli dell'EGM e ciò facilita l'accessibilità per le PMI a tale fonte di finanziamento. Nel processo di emissione di minibond, inoltre, vi è un numero minore di attori a supporto delle imprese emittenti e, di conseguenza, i costi sostenuti dalle PMI sono ridotti.

Se una PMI dovesse effettuare una scelta tra le due fonti di finanziamento (azioni, cioè quotazione su EGM, e obbligazioni, cioè emissione di minibond) basandosi esclusivamente su questi quattro elementi (fasi, requisiti, attori e costi), è evidente che essa sarà propensa a selezionare l'emissione di titoli di debito. Tuttavia, la scelta tra i diversi canali di finanziamento si basa tendenzialmente su molteplici fattori, quali ad esempio la struttura finanziaria, la fase del ciclo di vita dell'impresa, ecc. Infatti, nonostante l'accesso al mercato EGM sia più "complicato", esso permette alle imprese di sfruttare numerosi vantaggi di cui, diversamente, non godrebbero emettendo minibond¹. Questi vantaggi offerti dalla quotazione possono essere divisi in due macrocategorie. I vantaggi di natura economico-finanziaria sono quei benefici che si traducono in un miglioramento della situazione economica e finanziaria dell'impresa. In questa categoria rientrano

¹ Cfr. BISCARO Q., *La quotazione di una PMI: costi, benefici ed effetti sulla struttura economico-finanziaria dell'azienda*, Social Science Research Network, 10 agosto 2016

il rafforzamento della struttura finanziaria, il miglioramento delle performance economico-finanziarie e il miglioramento delle condizioni di finanziamento. I vantaggi extra-economici (o strategici), invece, non si traducono in un miglioramento immediato della situazione economico-finanziaria dell'impresa, ma possono avere un impatto positivo nel lungo periodo. I principali benefici extra-economici riguardano il miglioramento dell'immagine aziendale agli occhi del mercato, l'incentivo ad una maggiore trasparenza, la possibilità di accedere gradualmente alle negoziazioni e l'opportunità di sfruttare servizi ed incentivi a supporto delle PMI².

Nel corso del presente capitolo, quindi, viene proposta un'illustrazione dettagliata dei principali vantaggi offerti dalla quotazione su EGM rispetto all'emissione di minibond, in modo tale da chiarire se esiste una fonte di finanziamento a disposizione delle PMI migliore in assoluto.

3.1 Il capitale netto e il capitale di debito

Al fine di rendere più semplice la comprensione dei vantaggi offerti dalla quotazione sul mercato EGM, è utile illustrare le principali differenze che caratterizzano il capitale di rischio, cioè le azioni, e il capitale di debito, cioè i minibond.

Per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario, le PMI possono optare tra tre tipologie di capitale: capitale netto (o capitale di rischio), capitale di debito e titoli ibridi. All'interno della categoria del capitale netto si trovano il capitale proprio³, le

² Cfr. *I vantaggi e i benefici della quotazione*, Quotarsi in Borsa Italiana, borsaitaliana.it

³ Il capitale proprio rappresenta il capitale conferito dai soci in forma individuale o in forma associativa.

I vantaggi della quotazione su EGM

venture capital, le private equity⁴, le azioni ordinarie⁵ e le azioni con opzioni (*Warrent* e *Contingent Value Right*)⁶. Le principali tipologie di capitale di debito, invece, sono il debito bancario⁷, le obbligazioni⁸ e il leasing⁹. I titoli ibridi, infine, sono strumenti finanziari che combinano le caratteristiche del capitale di rischio e del capitale di debito. Di questa categoria fanno parte, ad esempio, il debito convertibile¹⁰ e le azioni privilegiate¹¹.

⁴ Le *venture capital* e le *private equity* rappresentano l'intervento da parte di un investitore professionale nel capitale di rischio di un'impresa, allo scopo di fornire competenze, skills, abilità e conoscenze. Una volta che il valore dell'impresa aumenta, l'investitore professionale disinveste dalla stessa e trae i profitti. Nelle *venture capital*, l'investitore professionale investe in imprese che si trovano nelle prime fasi del ciclo di vita (molto rischioso), mentre nelle *private equity* l'investitore acquisisce capitale di rischio di imprese che si trovano in fasi critiche del ciclo di vita (es. ristrutturazione, chiusura delle procedure concorsuali, ecc.).

⁵ Le azioni ordinarie (o *common stock*) rappresentano il capitale azionario ordinario. All'interno di questa categoria rientrano le azioni emesse dalle PMI che si quotano nel mercato EGM.

⁶ Le principali azioni con opzioni sono i *Warrent* e i *Contingent Value Right* (o CVR). I *Warrent* sono opzioni che, se esercitate, permettono all'investitore di acquistare in qualsiasi momento le azioni di un'impresa ad un prezzo prefissato. I *Contingent Value Right*, invece, sono opzioni che, se esercitate, permettono all'investitore di vendere in qualsiasi momento le azioni di un'impresa ad un prezzo prefissato.

⁷ Il debito bancario è la forma di capitale di debito più utilizzata dalle PMI italiane. Una particolare forma di questa tipologia di capitale è l'apertura di linee di credito, con la quale la banca mette a disposizione dell'impresa richiedente una somma di denaro prefissata e calcola gli interessi sul debito soltanto per la parte di capitale presa a prestito.

⁸ Le obbligazioni ordinarie (o *bond*) sono titoli di debito che possono essere emessi solo dalle società quotate. Le imprese non quotate, invece, possono emettere minibond.

⁹ Il leasing è una sorta di affitto di beni strumentali. Esso si divide in leasing operativo e leasing finanziario. Nel leasing operativo, tendenzialmente, la durata del contratto è più breve, il locatore è anche il produttore del bene e non è previsto il riscatto del bene a scadenza. Nel leasing finanziario, invece, il contratto ha in genere una durata più lunga, il locatore è una società di leasing che acquista il bene in questione dal produttore ed è previsto il riscatto del bene a scadenza.

¹⁰ Il debito convertibile (o *convertible debt*) è una tipologia di obbligazioni che, oltre a conferire all'investitore la qualifica di creditore dell'impresa, dà anche il diritto di convertire le obbligazioni in capitale netto.

¹¹ Le azioni privilegiate (o *preferred stock*) sono azioni che danno diritto ad un dividendo maggiorato rispetto alle azioni ordinarie, ma il diritto di voto dei titolari di queste azioni è limitato alle sole assemblee degli azionisti che riguardino i loro affari. Esistono anche azioni, le *preferred stock* italiane, che, a fronte di un dividendo maggiorato, annullano completamente il diritto di voto dell'azionista.

Capitolo 3

Le principali differenze che sussistono tra capitale di rischio e capitale di debito riguardano la priorità nel rimborso del capitale, il trattamento fiscale e i diritti amministrativi.

Per quanto riguarda il rimborso del capitale, i titoli di debito hanno una sorta di precedenza rispetto alla remunerazione del capitale di rischio. Difatti, tendenzialmente, un'impresa, prima, rimborsa gli interessi sui debiti contratti e, poi, decide se distribuire o meno i dividendi¹². Anche in fase di liquidazione dell'impresa gli obbligazionisti possiedono questa priorità nel rimborso del debito: prima, l'impresa remunera i debiti insoluti e, in via residuale, rimborsa le azioni dei soci¹³.

In Italia, anche il trattamento fiscale dei titoli di debito è più conveniente rispetto a quello del capitale di rischio. Questo perché, in genere, gli oneri finanziari legati al debito sono deducibili dal reddito imponibile, mentre i dividendi sono erogati solo una volta che vengono pagate le imposte (e, quindi, non sono fiscalmente deducibili). In molti paesi europei, invece, si tende a favorire il trattamento fiscale del capitale di rischio in quanto risulta più rischioso e, quindi, merita una tassazione inferiore (che permette di ottenere un rendimento superiore)¹⁴.

Infine, a differenza dei titoli di debito, l'investimento in capitale di rischio permette di ottenere alcuni diritti amministrativi, cioè il diritto di partecipare alla gestione dell'impresa. In particolare, i detentori del capitale di rischio hanno diritto di voto nelle assemblee degli azionisti e possono partecipare alla nomina degli

¹² Occorre evidenziare anche che la remunerazione del capitale di debito è certa (a meno che l'impresa emittente non sia insolvente), mentre la remunerazione del capitale di rischio (distribuita sotto forma di dividendi) non è certa e dipende dalla volontà dell'assemblea dei soci.

¹³ Cfr. DAMODARAN A., ROGGI O., *Finanza aziendale. Applicazioni per il management*, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna (RN), 2015

¹⁴ Cfr. DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 2013

organi di gestione dell'impresa. In realtà, in certi casi, anche gli obbligazionisti dispongono del diritto di voto, che viene espresso mediante l'assemblea degli obbligazionisti¹⁵.

Quindi, anche in termini di caratteristiche generali delle fonti di finanziamento, sembrerebbe che in Italia i titoli di debito (e, quindi, i minibond) siano più convenienti rispetto alla quotazione borsistica (e, quindi, l'emissione di azioni).

3.2 Il bilanciamento della struttura finanziaria

Un primo vantaggio di cui possono beneficiare le PMI grazie alla quotazione sul mercato EGM riguarda il bilanciamento della struttura finanziaria¹⁶. Numerosi studi relativi alla struttura finanziaria evidenziano che, incrementando il loro livello di indebitamento, le aziende possono sfruttare il beneficio fiscale del debito per aumentare il proprio valore. Poiché gli oneri finanziari pagati sui debiti sono deducibili fiscalmente dal reddito imponibile, aumentando il livello di leverage, le imprese possono godere di un importante risparmio di imposta, che ha effetti positivi sul valore delle stesse. Tuttavia, se si raggiunge un grado di indebitamento estremamente elevato, può accadere che il vantaggio prodotto dal beneficio fiscale del debito venga corroso, in tutto o in parte, dai costi del dissesto¹⁷. Per questo

¹⁵ Più che un diritto di voto, quello in capo agli obbligazionisti è un diritto di veto, cioè la facoltà riconosciutagli di bloccare, temporaneamente o definitivamente, una decisione presa dal Consiglio di Amministrazione.

¹⁶ La struttura finanziaria in senso stretto rappresenta il binomio fonti-impieghi del capitale, cioè le fonti di finanziamento di cui l'impresa dispone per finanziare i propri investimenti. Con struttura finanziaria in senso ampio (o, semplicemente, struttura finanziaria), invece, si intende la composizione delle fonti, cioè il rapporto tra debito e capitale netto.

¹⁷ I costi del dissesto fanno riferimento all'incremento del rischio di fallimento sopportato dall'impresa, a seguito di un eccessivo incremento del livello di indebitamento. I costi di dissesto diretti sono costi che sostiene l'impresa quando il fallimento è già in essere (costi per le procedure concorsuali, costi per consulenti, avvocati, spese giudiziarie, ecc.). I costi di dissesto indiretti, invece, sono costi che si producono in capo all'impresa quando aumenta il rischio che si percepisce del suo fallimento (accesso al debito più oneroso, minori tempi di dilazione, ecc.).

motivo, è importante che le imprese presentino una struttura finanziaria correttamente bilanciata e, quindi, selezionino la giusta proporzione tra capitale di debito e capitale netto che possa soddisfare il loro fabbisogno finanziario¹⁸.

Come già detto, le PMI italiane sono caratterizzate da un eccessivo livello di indebitamento (prevalentemente, debito bancario) e da un forte grado di sottocapitalizzazione. Poiché l'emissione di minibond rappresenta a tutti gli effetti una tipologia di capitale di debito, un eventuale incremento del grado di *leverage* delle SMEs italiane potrebbe peggiorare ulteriormente la situazione e sbilanciare ancora di più la loro struttura finanziaria. Per questo motivo, un'ottima alternativa è rappresentata dalla quotazione sul mercato EGM. In primis, la quotazione borsistica permette l'accesso del capitale di rischio all'interno delle PMI, riequilibrando la struttura finanziaria fortemente sbilanciata. Inoltre, l'accesso al mercato borsistico permette alle imprese di accedere a fonti di finanziamento alternative a condizioni più favorevoli. Quotandosi nel mercato EGM, quindi, le imprese potrebbero non solo bilanciare la loro struttura finanziaria, ma anche uscire da quella spirale "indebitamento-sottocapitalizzazione" citata nel capitolo precedente¹⁹.

3.3 Il miglioramento della percezione esterna dell'impresa

Un altro importante vantaggio di cui le PMI possono godere a seguito della quotazione su Euronext Growth Milan è il miglioramento dell'immagine aziendale agli occhi del mercato²⁰. Difatti, nel periodo post-quotazione, le imprese ottengono

¹⁸ Cfr. PAGANO M., *I teoremi di Modigliani-Miller: una pietra miliare della finanza*, Social Science Research Network, 22 maggio 2012

¹⁹ Cfr. BERARDI M., IANNUZZI E., *Interpretazione critico-empirica del modello Modigliani-Miller: il problema del default delle PMI. Una comparazione angloitaliana*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2019

²⁰ ACome già detto, i vantaggi offerti dalla quotazione sul mercato EGM possono essere nettamente distinti in vantaggi economico-finanziari e strategici. L'unica eccezione riguarda il miglioramento della percezione esterna dell'impresa che può essere considerato una sorta di

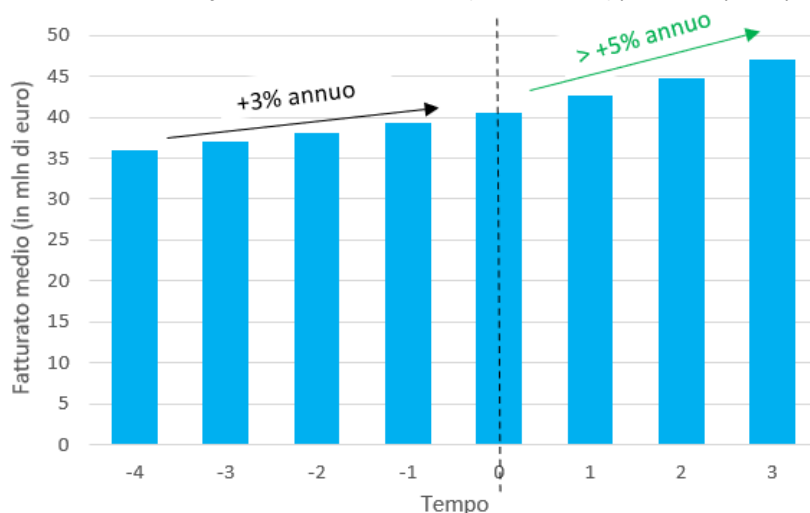
I vantaggi della quotazione su EGM

tendenzialmente ottime performance in termini economico-finanziari, ma anche buoni risultati in termini “strategici”. A tal proposito, il presidente della Jonix S.p.A., Mauro Mantovan, spiega che “[...] *Le risorse della quotazione saranno una leva importante, ma l’IPO ha avuto molti altri obiettivi. Innanzitutto, la visibilità e l’autorevolezza dello status di società quotata: ci sta restituendo molto in termini di rapporto con clienti, fornitori, partner e banche. [...]*”²¹.

3.3.1 Risultati economico-finanziari delle PMI a seguito della quotazione

Secondo una ricerca condotta dall’Osservatorio PMI Euronext Growth Milan a cura dell’IR Top Consulting Group, in termini economico-finanziari, la quotazione ha effetti positivi sul livello di fatturato, sulla redditività e sul grado di indebitamento delle PMI.

Figura 3.1 – Andamento del fatturato medio delle PMI (in mln di euro) prima e dopo la quotazione



Fonte: elaborazione propria con dati dell’Osservatorio PMI Euronext Growth Milan

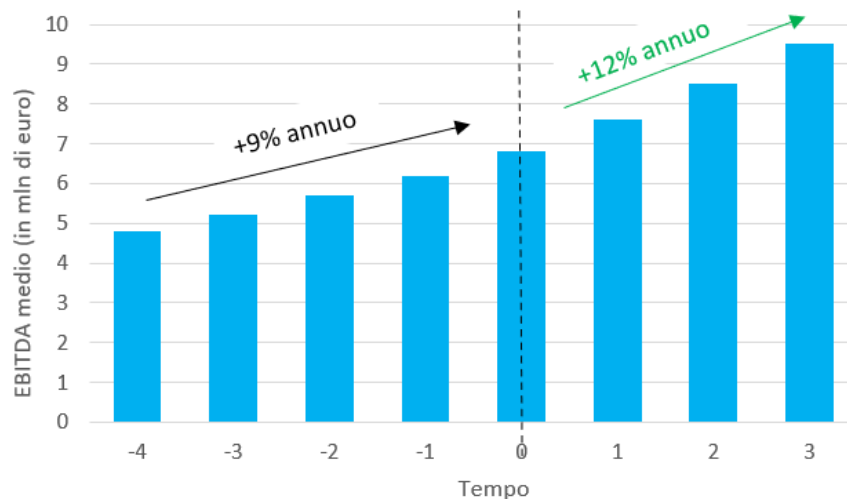
vantaggio ibrido. Infatti, la quotazione su EGM produce il miglioramento dell’immagine aziendale agli occhi del mercato, che, a sua volta, genera sia vantaggi in termini economico-finanziari (livello di fatturato, redditività, livello di indebitamento) sia vantaggi in termini strategici (nuove risorse finanziarie, riorganizzazione aziendale, nuovi investitori).

²¹ Cfr. LAMBIASE A., *La quotazione in Borsa delle PMI. Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2022, pag. 196

Capitolo 3

La figura 3.1 mostra l'andamento del fatturato medio delle PMI prima e dopo la quotazione sul mercato EGM (il momento della quotazione corrisponde alla linea tratteggiata in prossimità del tempo t_0). Prima della quotazione, le imprese analizzate presentano un fatturato medio di 35,7 milioni di euro, con una crescita media del 3% annuo circa. Dopo tre anni dalla quotazione, le stesse PMI registrano un aumento complessivo medio di fatturato pari al 17% (circa 47 milioni di fatturato medio), che corrisponde ad una crescita superiore al 5% annuo²².

Figura 3.2 – Andamento dell'EBITDA medio delle PMI (in mln di euro) prima e dopo la quotazione



Fonte: elaborazione propria con dati dell'Osservatorio PMI Euronext Growth Milan

A seguito dell'accesso al mercato borsistico, anche la redditività delle imprese aumenta rispetto al periodo pre-quotazione. Nella Figura 3.2, viene illustrato l'andamento della redditività media delle PMI (sintetizzata dall'EBITDA²³), confrontando il periodo pre e post-quotazione. Come è possibile notare dalla figura, l'EBITDA medio delle PMI non quotate è pari a circa 4,8 milioni di euro annui e aumenta ad un tasso del 9% annuo. Dopo la quotazione, invece, l'EBITDA aumenta

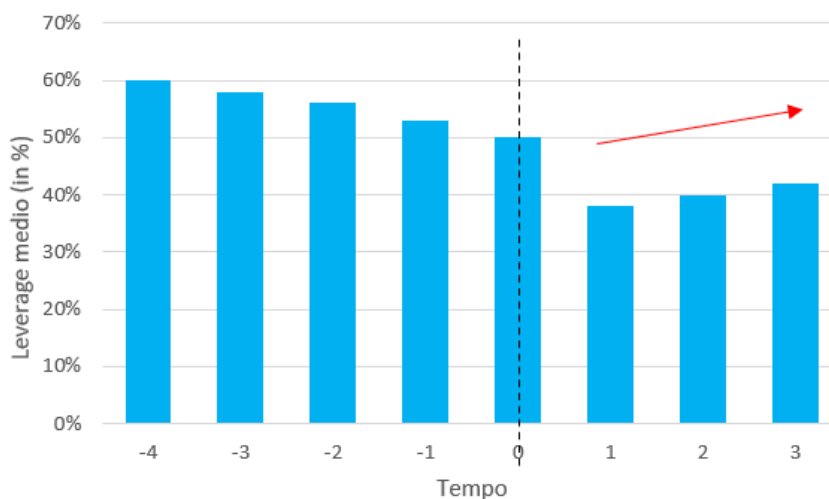
²² Cfr. *180 società quotate per una capitalizzazione di 10,4 miliardi di euro*, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 6 luglio 2022

²³ L'EBITDA (*Earning Before Interest Tax Depreciation Amortization*) è un indicatore di redditività che valuta il reddito di un'impresa generato esclusivamente dalla gestione operativa, cioè senza considerare le imposte, gli ammortamenti, i deprezzamenti e gli interessi aziendali.

I vantaggi della quotazione su EGM

ad un tasso di crescita medio superiore, pari al 12% annuo, e ciò fa sì che, dopo tre anni dall'IPO, le imprese registrano mediamente un incremento di circa il 40% della propria redditività²⁴.

Figura 3.3 – Andamento del rapporto debito/capitale proprio medio delle PMI (in %) prima e dopo la quotazione



Fonte: elaborazione propria con dati dell'Osservatorio PMI Euronext Growth Milan

Infine, a seguito della quotazione, le PMI registrano una riduzione di 10 punti percentuali del rapporto debito/capitale proprio. Come mostrato nella Figura 3.3, prima dell'accesso al mercato EGM, le PMI italiane presentano mediamente un livello di *leverage* pari al 55%²⁵. L'indebitamento in questa fase è tendenzialmente decrescente in quanto le imprese che si preparano alla quotazione rimborsano di anno in anno i debiti contratti, in modo tale da ottenere maggiore prestigio una volta entrate sul mercato azionario. Successivamente, con l'emissione di azioni, entra nell'impresa nuovo capitale di rischio e ciò genera una riduzione di circa il 10% del rapporto debito/capitale proprio. Negli anni successivi, poi, si nota un costante incremento della leva finanziaria, in quanto, grazie al miglioramento della

²⁴ Cfr. *Mercato Euronext Growth Milan da record nei primi 8 mesi del 2023*, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 30 agosto 2023

²⁵ A seguito della crisi finanziaria (2007-2008) e della crisi del debito sovrano (2009-2010), il rapporto medio debito/capitale proprio delle PMI italiane era pari a 116%.

reputazione e della visibilità internazionale, le imprese quotate possono accedere alle fonti di finanziamento a condizioni molto vantaggiose. Per questo, le PMI italiane tenderanno a raccogliere nuovo capitale di debito, che, seppur meno oneroso, farà aumentare via via il livello di *leverage*²⁶.

3.3.2 Risultati “strategici” delle PMI a seguito della quotazione

In termini “strategici”, il miglioramento della percezione esterna delle PMI generato dalla quotazione borsistica si ripercuote, innanzitutto, in una maggiore attrattività di risorse umane qualificate. Una ricerca effettuata dall’Osservatorio PMI Euronext Growth Milan mostra che le 196 PMI italiane quotate su EGM offrono complessivamente 33.486 posti di lavoro (mediamente, 170 posti ciascuna). A seguito della quotazione borsistica, esse hanno registrato un incremento di oltre il 60% del livello occupazionale (13.330 posti di lavoro complessivamente offerti prima della quotazione, con una media di 68 dipendenti ciascuna) e un incremento annuo dello stesso di circa il 23%²⁷. Da una parte, infatti, la quotazione permette alle PMI di acquisire maggiore visibilità e prestigio e ciò si traduce in una maggiore attrattività di capitale umano qualificato. D’altra parte, però, la quotazione genera una serie di sfide organizzative e dimensionali in capo alle imprese che, quindi, sono costrette ad assumere nuovo personale per far fronte a queste esigenze. Inoltre, il capitale umano che entra nelle imprese quotate è tendenzialmente capitale umano qualificato perché la quotazione apre l’impresa a nuove opportunità di crescita e sviluppo, creando al contempo opportunità di carriera più ampie e stimolanti per i

²⁶ Cfr. *Le PMI italiana alla prova del Covid*, Analisi Cerved Research, gennaio 2021, research.cerved.com

²⁷ Cfr. *Conti Economici delle Imprese e dei Gruppi di Impresa. Anno 2020*, Report Istituto Nazionale di Statistica, ISTAT, 2 novembre 2022, istat.it

dipendenti qualificati. Quindi, la prospettiva di essere parte di un'azienda quotata ed in crescita può essere un fattore motivante per attirare talenti ambiziosi²⁸.

Un altro vantaggio strategico della quotazione riguarda la riorganizzazione dell'assetto aziendale richiesta dal mercato EGM, al fine di soddisfare alcune condizioni strategiche (come la distinzione netta tra proprietà e gestione), statutarie (come l'adeguamento dello statuto alle norme previste dal TUF) ed organizzative (come il miglioramento dei sistemi di governance, di controllo di gestione e di reporting). La maggior parte delle imprese testimonia che questa riorganizzazione aziendale sia benefica a prescindere dell'esito dell'operazione di quotazione. “[...] *La quotazione è stato un percorso estremamente formativo. Ci ha dato una nuova visione del mercato e dell'azienda, ha rafforzato la nostra gestione [...]*”²⁹, così Felice Saladini, amministratore delegato (d'ora in poi, AD) della MeglioQuesto S.p.A., commenta la quotazione in Borsa della sua azienda avvenuta il 28 giugno 2021.

Infine, un ultimo vantaggio strategico generato dalla visibilità offerta dalla quotazione riguarda l'ingresso nel capitale sociale degli investitori istituzionali. Difatti, come detto nel capitolo precedente, uno dei requisiti formali previsti per l'accesso al mercato EGM prevede che almeno il 7,5% del flottante sia sottoscritto da minimo cinque investitori istituzionali, mentre il restante 2,5% può essere sottoscritto anche da investitori non aventi natura istituzionale. In sostanza, quindi, Borsa Italiana impone la presenza di almeno cinque investitori istituzionali nel capitale sociale delle PMI quotande. Inoltre, di per sé, l'ingresso delle SMEs sul mercato EGM può catturare l'attenzione di ulteriori investitori di natura istituzionale. Infatti, la visibilità e il prestigio sviluppati dalle PMI a seguito della

²⁸ Cfr. *Ricerca Equita-Bocconi: Italia indietro su contributo società quotate al PIL*, Teleborsa, Sezione Economia La Stampa, 28 giugno 2023, [finanza.lastampa.it](https://www.finanza.lastampa.it)

²⁹ Cfr. LAMBIASE A., *La quotazione in Borsa delle PMI. Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2022, pag. 193

quotazione influenzano positivamente le decisioni degli investitori istituzionali, che potrebbero essere inclini a considerare nuovi investimenti per sfruttare le opportunità di crescita di queste realtà³⁰.

La presenza degli investitori istituzionali nel capitale sociale produce molteplici effetti positivi per le PMI. Innanzitutto, essendo investitori dotati di ingenti risorse finanziarie, gli Investitori Istituzionali consentono all'impresa di raccogliere una maggiore quantità di capitale rispetto a quello che verrebbe raccolto con investitori pubblici o non istituzionali. Ciò si riflette in una maggiore liquidità delle azioni che, a sua volta, migliora la trasparenza e rende l'investimento più attraente agli occhi dei potenziali investitori. Inoltre, gli investitori istituzionali spesso offrono supporto finanziario e consulenze strategiche alla PMI durante la sua fase di crescita. Questo coinvolgimento può includere la partecipazione al consiglio di amministrazione, proposte di strategie aziendali e suggerimenti per migliorare la performance. Infine, l'ingresso di investitori istituzionali nel capitale sociale delle PMI permette alle imprese di sfruttare nuove opportunità di investimento. Infatti, gli investitori istituzionali dispongono di reti e contatti che possono essere utilizzati dalle SMEs per sviluppare partnership, acquisizioni o altri accordi strategici³¹.

3.4 I requisiti di quotazione come incentivo alla trasparenza

I requisiti richiesti per l'accesso e la permanenza sul mercato EGM, come più volte ribadito, sono più stringenti rispetto a quelli previsti per l'emissione di minibond. Da un lato, questo genera una maggiore complessità per l'accesso al mercato azionario rispetto a quello obbligazionario. Dall'altro lato, però, rispettare

³⁰ Cfr. *EGM, cambiano regole flottante per facilitare IPO: solo 7,5% a istituzionali*, Teleborsa, Sezione Economia La Stampa, 17 novembre 2023, [finanza.lastampa.it](https://www.lastampa.it/finanza)

³¹ Cfr. LAMBIASE A., *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2016

tali requisiti (soprattutto quelli sostanziali) può rappresentare per le PMI una sorta di incentivo a migliorare la trasparenza e, quindi, l'interesse agli occhi degli investitori. Nel presente paragrafo, vengono presentati i diversi requisiti formali e sostanziali che hanno un impatto positivo sulla trasparenza informativa delle PMI quotate.

Tuttavia, occorre evidenziare che, oltre ai diversi elementi illustrati nel presente paragrafo, l'innalzamento degli standard di trasparenza delle PMI quotate registrato nell'ultimo decennio è dovuto anche alla diffusione delle nuove tecnologie e al processo di internazionalizzazione e globalizzazione delle imprese. Da un lato, infatti, lo sviluppo di nuove tecnologie rende più agevole il reperimento delle informazioni da parte degli investitori e migliora la capacità di comunicazione delle imprese. Dall'altro lato, invece, l'internazionalizzazione e la globalizzazione delle imprese rendono necessaria l'attivazione di flussi informativi tra operatori appartenenti ad aree geografiche differenti e l'adeguamento alle prassi internazionali di comunicazione economico-finanziaria³².

3.4.1 Gli obblighi di disclosure

Un primo incentivo che spinge le PMI ad incrementare la trasparenza verso il mercato riguarda i requisiti formali di *disclosure*. Come illustrato nel capitolo precedente, a seguito della quotazione su EGM, le SMEs sono obbligate a fornire regolarmente informazioni economico-finanziarie dettagliate, informazioni non economico-finanziarie, relazioni semestrali e trimestrali, Equity Research indipendenti, comunicazioni *price sensitive*, ecc. Da un lato, la redazione e pubblicazione di tutti questi documenti generano dei costi in capo alle PMI quotate. Dall'altro lato, però, divulgando periodicamente queste informazioni, le PMI

³² Cfr. LAMBIASE A., *Guida alle Investor Relations. Strumenti e metodi avanzati della comunicazione finanziaria*, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna (RN), 2011

Capitolo 3

riescono ad incrementare la loro trasparenza informativa e la comunicazione con il mercato.

Inoltre, secondo la Market Abuse Regulation (MAR), tutte queste informazioni devono essere pubblicate in maniera chiara e precisa sul sito internet della società, in modo tale da consentirne l'accesso indiscriminato e tempestivo a tutti gli investitori. L'art. 17, comma 1 della MAR stabilisce che l'impresa-emittente è obbligata a pubblicare sul proprio sito internet tutte le informazioni privilegiate che possono avere un impatto sul prezzo del titolo e a conservare tali informazioni per un periodo di almeno cinque anni³³. Dal 13 ottobre 2017, poi, la Consob ha emanato le Linee Guida per la “gestione delle informazioni privilegiate” e di “raccomandazioni di investimento”³⁴. Queste raccomandazioni forniscono indicazioni operative per facilitare la corretta interpretazione ed applicazione delle disposizioni normative della MAR e chiariscono agli operatori come comportarsi nel processo di redazione e gestione dell'informativa³⁵.

Inoltre, per incrementare ulteriormente la propria trasparenza informativa, le PMI possono pubblicare l'informativa finanziaria periodica. Si tratta di una categoria di informazioni individuata dalla Consob, denominata anche “REGEM”, che non appartiene alla categoria di Informazioni Regolamentate³⁶. All'interno di questa categoria sono presenti quelle informazioni che vengono pubblicate

³³ *Articolo 17, comma 1 del Regolamento UE n. 596/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo (o Market Abuse Regulation, MAR), 16 aprile 2014*

³⁴ *Linea guida n. 1/2017 della Consob, 13 ottobre 2017*

³⁵ *Cfr. DELLEDONNE A., La comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate, Associazione Investor Relations, 26 settembre 2019, associazioneir.it*

³⁶ La Consob individua principalmente tre categorie di informazioni che devono essere pubblicate dalle imprese: le informazioni periodiche previste dalle regolamentazioni (es. relazioni annuali, semestrali e trimestrali), le informazioni previste dalla regolamentazione su base continuativa (es. informazioni privilegiate) e ulteriori informazioni previste dalla regolamentazione che non rientrano nelle due categorie precedenti. Oltre a queste tre categorie, la Consob individua una quarta categoria, denominata REGEM, in cui rientrano tutte le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive pubblicate su base volontaria.

I vantaggi della quotazione su EGM

volontariamente dalle imprese, ma che, secondo la normativa, non rientrano tra le informazioni obbligatorie richieste da Borsa Italiana e dalla Consob³⁷. Dal 2020 ad oggi, il numero delle società che ha diffuso volontariamente informazioni finanziarie periodiche aggiuntive è aumentato di anno in anno. Difatti, nel 2020, solo il 29% delle imprese diffondeva su base volontarie informazioni aggiuntive, mentre nel 2023 circa il 36%. Questo dato conferma che le PMI quotate sono fortemente incentivate a garantire la trasparenza informativa al mercato per accrescere la credibilità e, quindi, la liquidità delle proprie azioni³⁸.

Poiché le scelte di investimento degli individui non si basano solo su informazioni interne, ma anche su informazione esterne alle imprese, Borsa Italiana nel maggio 2014 ha lanciato *pminews.it*. Si tratta di una piattaforma online che ha l'obiettivo di mettere a disposizione di investitori ed imprese informazioni, dati e statistiche relative alle PMI e ai mercati a loro dedicati, per supportare le scelte di investimento degli stessi. In particolare, *pminews.it* si compone di diverse sezioni, al cui interno sono specificatamente forniti servizi ed informazioni riguardanti le imprese e il mercato EGM. Nella sezione "I protagonisti di EGM", ad esempio, è possibile trovare le interviste degli imprenditori delle PMI quotate, in cui vengono illustrate le strategie aziendali e le principali novità per lo sviluppo del business. Un'altra sezione molto importante è "PMI Capital Research", divisione dedicata alla ricerca indipendente (o *analyst coverage*)³⁹ per le società quotate su EGM e alla fattibilità dell'IPO. All'interno di questa sezione, la redazione inserisce le

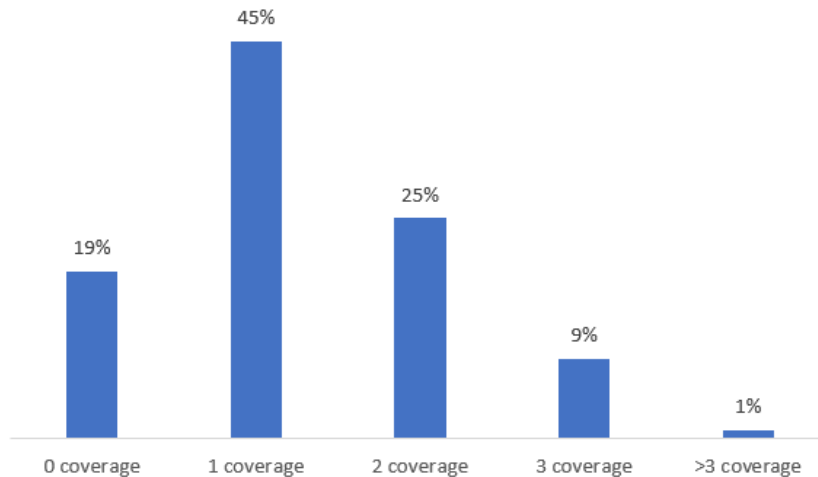
³⁷ Cfr. *Informazioni regolamentate*, Normativa e Orientamenti, Area Pubblica, Regolamentazione, Emittenti, consob.it

³⁸ Cfr. *Nel 2023 il mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana chiude con 33 IPO e 205 milioni di euro di capitali raccolti, 203 le società quotate al 31 dicembre 2023 (190 al 31 dicembre 2022) per una capitalizzazione di 8,2 miliardi di euro e circa 31 mila dipendenti*, Comunicato stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 3 gennaio 2024, osservatorio-egm.com

³⁹ Con ricerca indipendente (o *analyst coverage*) si intende un'analisi effettuata da un soggetto che non abbia alcun legame economico con l'impresa in esame.

ricerche indipendenti effettuate dagli analisti di PMI Capital Research, che si affiancano alle analisi effettuate dallo Specialist con la finalità di favorire maggiore conoscenza dell'Equity Story⁴⁰.

Figura 3.4 – Percentuale delle società che effettuano Equity Research indipendenti



Fonte: Osservatorio PMI Euronext a cura di IR Top Consulting su dati societari e Borsa Italiana, giugno 2021

Dalla Figura 3.4 emerge che nel 2021 il 19% delle società quotate in EGM non hanno effettuato Equity Research indipendenti. Lo stesso anno, gli investitori istituzionali hanno indicato la mancanza di ricerche indipendenti sulle PMI quotate come uno dei principali fattori da correggere al fine di migliorare l'efficienza del mercato EGM⁴¹.

3.4.2 L'importanza della comunicazione finanziaria e delle Investor Relations

Un requisito sostanziale che incentiva le PMI ad incrementare la propria trasparenza informativa riguarda la comunicazione con la comunità finanziaria a seguito della quotazione. Difatti, a seguito della quotazione, Borsa Italiana

⁴⁰ Cfr. SCOTTI M., *PMI Capital, la piattaforma per gli esordienti sull'AIM*, Articolo di Industria Italiana, 22 novembre 2017, industriaitaliana.it

⁴¹ Cfr. *Il mercato AIM resiliente nell'anno del Covid con ricavi a +3% di cui il 32% realizzati all'estero. Raccolta complessiva del mercato a 5,8 miliardi di euro. 148 società quotate e capitalizzazione pari a 8,1 miliardi di euro*, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 15 luglio 2021, osservatorio-egm.com

suggerisce alle PMI di sviluppare un confronto continuo con la comunità finanziaria, al fine di permettere agli investitori la corretta valutazione del titolo e delle potenzialità di crescita dell'impresa. La comunicazione finanziaria è lo strumento mediante il quale le società trasmettono al mercato le informazioni utili per una corretta interpretazione del business aziendale, espresse in termini di creazione di valore nel futuro. Il principale compito della comunicazione finanziaria è quello di far percepire all'esterno il valore creato quotidianamente all'interno dell'azienda. Il soggetto che supporta le PMI quotate nell'assolvimento di questo compito strategico è l'Investor Relations Manager⁴².

L'Investor Relations Manager è il soggetto responsabile della gestione delle relazioni con gli investitori e il mercato. In particolare, esso si occupa dell'elaborazione delle strategie di Investor Relations, che permettono alle PMI di ottimizzare la gestione dei rapporti con i soggetti economici con cui entrano in contatto. Inoltre, l'Investor Relations Manager redige il piano di IR, un documento in cui viene fornita una visione chiara ed esaustiva della performance conseguita e attesa dell'emittente. In questo modo, gli investitori sono in grado di valutare più correttamente il futuro dell'azienda in esame, che, nella maggior parte dei casi, rappresenta una variabile estremamente importante per le decisioni di investimento, insieme alla quantità e alla qualità delle informazioni messe a disposizione del mercato⁴³. Infine, un ultimo importante compito dell'Investor Relations Manager riguarda l'organizzazione di eventi che permettono alle PMI di massimizzare la visibilità nei confronti della comunità finanziaria e di gestire le relazioni con gli investitori istituzionali. Infatti, gli incontri *one-to-one*, i *road show* e le conferenze stampa sono ottimi strumenti per comunicare efficacemente con il mercato e gli

⁴² Cfr. GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria. Come comunicare e convincere il mercato*, Egea Editore, Milano, 2011

⁴³ Cfr. BRUNNER B.R., *Public Relations Theory: Application and Understanding*, John Wiley & Sons, USA, 2019

investitori, ma, allo stesso tempo, richiedono un soggetto che gestisca tutte le fasi di ciascun evento. Come dichiarato da Guglielmo Marchetti, presidente e AD della Notorius Pictures S.p.A. “[...] *L’elemento più critico emerso durante il road show è rappresentato dalla preoccupazione degli investitori per la scarsa liquidità dei titoli a bassa capitalizzazione. Una criticità cui dedicare massima attenzione se si vuole poter innescare un processo virtuoso che dalla crescita aziendale porti alla creazione di valore per tutti gli azionisti*”⁴⁴. In particolare, gli incontri *one-to-one* consentono alle PMI di interagire direttamente con le figure chiave della comunità finanziaria (investitori istituzionali, analisti finanziari, ecc.) ed offrono l'opportunità di approfondire argomenti specifici e stabilire relazioni personali con gli stakeholder. I *road show*, invece, sono tour organizzati dalle PMI per presentare la propria azienda agli investitori in diverse città o regioni. Durante questi eventi, l'Investor Relations Manager può condurre presentazioni dettagliate, rispondere alle domande degli investitori e promuovere la comprensione approfondita delle attività e delle prospettive aziendali. Infine, le conferenze stampa rappresentano un'opportunità per le PMI di comunicare notizie rilevanti, annunci strategici o risultati finanziari importanti alla stampa finanziaria e al pubblico. L'Investor Relations Manager gioca un ruolo chiave nel preparare e presentare le informazioni in modo chiaro e convincente⁴⁵.

3.4.3 *L’adozione del Modello 231 e dell’ESG Reporting*

Altri requisiti previsti da Borsa Italiana che possono rappresentare un incentivo ad incrementare la trasparenza delle PMI sono quelli relativi all’adozione

⁴⁴ Cfr. LAMBIASE A., *La quotazione in Borsa delle PMI. Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2022, pag. 222

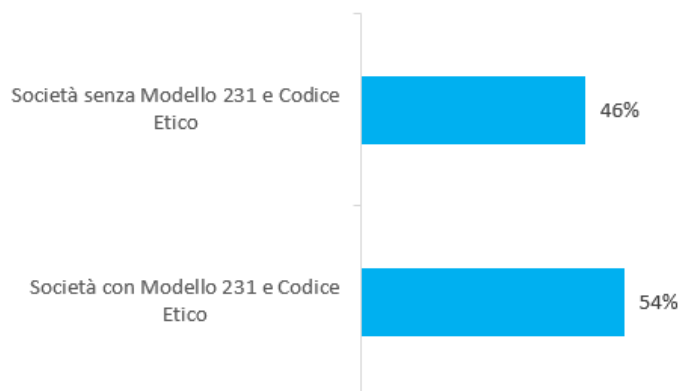
⁴⁵ Cfr. CHAHINE S., COLAK G., HASAN I., MAZBOUDI M., *Investor Relation and IPO performance*, Article of Review of Accounting Studies, Springer Link, 17 aprile 2020

I vantaggi della quotazione su EGM

del Codice di Corporate Governance (o Modello 231) e all'adozione dell'ESG Reporting.

Per quanto riguarda il Codice di Corporate Governance, si tratta di un requisito sostanziale che prevede l'istituzione di processi e procedure che permettono all'impresa di impedire e prevenire qualsiasi forma di reato da parte dei suoi amministratori o dipendenti. Se adottato, il Modello 231 accresce la visibilità e la trasparenza del titolo in quanto permette alla PMI di allinearsi alle best practice utilizzate dalla maggior parte delle società quotate italiane⁴⁶. Ad oggi, il 58% delle PMI quotate in EGM adotta il Modello 231 e, contestualmente, istituisce l'Organismo di Vigilanza, ovvero il soggetto responsabile dell'attivazione e dell'osservanza del modello⁴⁷.

Figura 3.5 – Percentuale delle PMI che adottano il Modello 231 e il Codice Etico



Fonte: elaborazione propria con dati dell'Osservatorio PMI Euronext Growth Milan

Inoltre, come è possibile notare dalla Figura 3.5, il 94% delle società che adottano il Codice di Corporate Governance (che corrisponde al 54% di tutte le società quotate sulle EGM) ha approvato anche il Codice Etico. Si tratta di un documento in cui Borsa Italiana illustra i principi etico-comportamentali che un

⁴⁶ Cfr. *Codice di Corporate Governance*, Comitato per la Corporate Governance, 2023, borsaitaliana.it

⁴⁷ Cfr. *Osservatorio EGM: 51% delle quotate adotta Modello 231/2001*, 25 agosto 2022, pminews.it

PMI dovrebbe seguire per gestire al meglio i rapporti con i propri stakeholder. L'adozione del Codice Etico, quindi, permette di allineare la struttura e la condotta della PMI a questi principi-guida e di incrementare ulteriormente la trasparenza informativa⁴⁸.

L'ESG Reporting (o bilancio di sostenibilità), invece, è un documento con il quale la PMI quotata può divulgare informazioni ambientali, sociali e di corporate governance al mercato e agli investitori. Anche in questo caso, si tratta di un requisito sostanziale, che, se rispettato, permette alla PMI di incrementare l'interesse per le proprie azioni agli occhi degli investitori. Le PMI che adottano l'ESG Reporting vengono classificate come Società *sustainable*, cioè società che volontariamente forniscono un'informativa su aspetti ESG (*Environmental, Social and Governance*) e adottano un business model sostenibile. Inoltre, pubblicando il report di sostenibilità, le PMI possono ottenere la certificazione di Società Benefit (o B Corp)⁴⁹, che genera un ulteriore incremento del suo prestigio e dell'attrattività dei suoi titoli. Questo perché, negli ultimi anni, l'attenzione degli investitori istituzionali alle tematiche ESG ha subito una notevole espansione. In particolare, a seguito della crisi economica legata al Covid-19, le società che hanno adottato criteri ESG si sono rivelate maggiormente a prova della pandemia. Inoltre, le migliori società in termini di performance extra-finanziarie (cioè, ESG) hanno registrato una crescita dei prezzi azionari superiore rispetto ai concorrenti dello stesso settore⁵⁰.

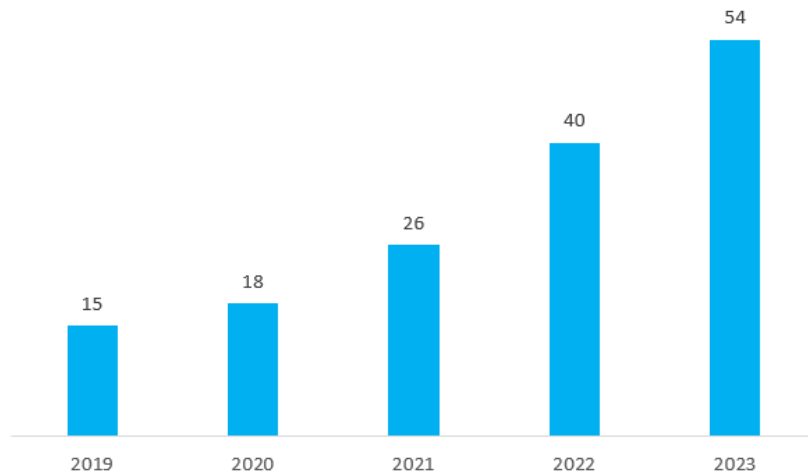
⁴⁸ Cfr. Osservatorio PMI Euronext Growth Milan X Edizione: Corporate Governance, Research Department IR Top Consulting, luglio 2023, osservatorio-egm.com

⁴⁹ Le Società Benefit (o B Corp) sono società che, mentre generano profitto, creano un beneficio comune, operando in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti della comunità. Le B Corp devono redigere annualmente una relazione contenente il beneficio comune perseguito, la quale deve essere allegata al bilancio societario.

⁵⁰ Cfr. CAFAGNA G., TOCCHINI F., *L'ABC del reporting ESG*, Sezione Finanza e Gestione ESG di Wolters Kluwer, 9 marzo 2022, wolterskluwer.com

I vantaggi della quotazione su EGM

Figura 3.6 – Numero di PMI quotate che adottano l'ESG Reporting



Fonte: elaborazione propria con dati dell'Osservatorio PMI Euronext Growth Milan

Nella Figura 3.6 è rappresentato il numero di PMI quotate su EGM che, dal 2019 ad oggi, hanno adottato il bilancio di sostenibilità. Dal 2019 al 2023, il numero di imprese che adottano l'ESG Reporting è aumentato mediamente di circa il 38% annui, passando complessivamente da 15 a 54 imprese (oltre il +300% in cinque anni). Questo dato evidenzia il forte interessamento delle PMI quotate a divulgare informazioni su aspetti ESG, al fine di attirare l'attenzione degli investitori nazionali ed internazionali⁵¹.

3.5 Il mercato EGM come listino di prova per il mercato primario EXM

Un altro importante vantaggio offerto dalla quotazione sul mercato EGM riguarda l'operazione di passaggio fra i vari listini di Borsa Italiana. Difatti, al fine di stimolare il percorso di crescita delle società quotate e di ottimizzare gli sforzi effettuati in fase di quotazione, Borsa Italiana prevede la possibilità di passare da un mercato borsistico ad un altro, adempiendo a requisiti ridimensionati rispetto a

⁵¹ Cfr. *Osservatorio ESG EGM di IR Top Consulting: 54 le società Sustainable su Euronext Growth Milan al dicembre 2022 (28% del totale) per una capitalizzazione di 5,0 miliardi di euro*, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 24 gennaio 2023, osservatorio-egm.com

quelli previsti dalle regolari procedure di accesso diretto. Questa operazione di passaggio tra listini prende il nome di *translisting*, consiste nel trasferimento delle azioni di un'impresa da un mercato ad un altro e, quindi, assume la forma di emissione azionaria secondaria con conseguente aumento di capitale. In Italia, a differenza di altri Paesi europei, è permesso soltanto il passaggio unidirezionale da una sede di negoziazione alternativa ad un mercato regolamentato⁵². La transizione da un mercato secondario (es. Euronext Growth Milan) ad un mercato primario (es. Euronext Milan) prende il nome di *uplisting*⁵³.

Massimo Rossi, presidente e CEO delle Digital Value S.p.A., commenta così l'operazione di *uplisting* conclusasi il 10 maggio 2023: “[...] *L'operazione di translisting è finalizzata a consentire alla società di beneficiare di una maggiore liquidità dei propri titoli e visibilità da parte del mercato e degli investitori istituzionali. Allo stesso tempo, il passaggio sul mercato regolamentato rafforzerà le relazioni con i propri partner strategici, nonché permetterà di coinvolgere ulteriori investitori istituzionali nell'ottica di una progressiva valorizzazione del gruppo Digital Value, del suo brand e del suo posizionamento competitivo. [...]*”⁵⁴.

Le PMI quotate su EGM da almeno 18 mesi e che rispettano la normativa MAR possono passare sul mercato principale (sia Euronext Milan, che STAR), beneficiando di alcuni vantaggi in termini di tempistiche di quotazione, di obblighi di disclosure e di processo di due diligence. Per quanto riguarda le

⁵² In Francia, ad esempio, è consentita una mobilità bidirezionale fra mercati regolamentati e mercati di crescita per le PMI: le imprese possono spostarsi da mercati regolamentati ad una sede di negoziazione alternativa e viceversa. È interessante notare che nel mercato francese emerge uno scarso interesse delle società all'*uplisting* (solo 6 *uplisting* nel 2022), mentre sussiste una marcata abitudine al *downlisting*, cioè il passaggio da un mercato regolamentato ad una sede di negoziazione alternativa (35 *downlisting* nel 2022).

⁵³ Cfr. ANNUNZIATA F., LAMBIASE A., *Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) ed Euronext Growth Paris. Mercati di crescita per le PMI a confronto*, Egea Editore, Milano, 2022

⁵⁴ Cfr. *Digital Value avvia translisting su Euronext Milan*, Teleborsa, Sezione Economia La Stampa, 24 febbraio 2023, finanza.lastampa.it

I vantaggi della quotazione su EGM

tempistiche di quotazione, trattandosi di un'emissione azionaria secondaria, la transizione dal mercato EGM al mercato EXM prevede, in generale, tempistiche ridotte rispetto ad un'ordinaria IPO sul mercato primario. Inoltre, essendo quotata su EGM, la PMI impegnata nell'*uplisting* ha già pubblicato gran parte della documentazione necessaria per l'accesso a EXM. Ad esempio, per quotarsi su EGM, la PMI ha dovuto redigere il Documento di Ammissione semplificato. Quindi, per presentare il Prospetto Informativo richiesto per il passaggio su EXM, per tale impresa sarà sufficiente aggiornare il Documento di Ammissione con le informazioni aggiuntive previste dal Prospetto Informativo. Infine, anche il processo di due diligence è più snello con l'operazione di *translisting*. Infatti, prima di quotarsi nel mercato EGM, l'impresa ha già effettuato l'analisi economico-finanziaria e legale, lo studio di fattibilità, la preparazione di tutti di documenti, ecc. Di conseguenza, lo svolgimento di tutte queste attività di due diligence con il *translisting* sarà di gran lunga semplificato rispetto all'accesso diretto sul mercato EXM⁵⁵.

In altre parole, quindi, l'Euronext Growth Milan può essere considerato una sorta di *training stock market* in cui le PMI possono “allenarsi” prima di valutare un eventuale accesso nel mercato EXM. In particolare, l'EGM permette di avvicinarsi gradualmente al mercato azionario, di abituarsi progressivamente allo status di quotanda, di conoscere le logiche di investimento e di mercato, di incrementare la visibilità verso gli investitori e di valutare il passaggio semplificato al mercato principale (anche chiamato *Fast Track*)⁵⁶.

Negli ultimi anni, le PMI hanno mostrato un forte interesse per l'operazione di *uplisting*, nonostante essa porti all'applicazione di regole più stringenti. Infatti,

⁵⁵ Cfr. VENET C., *I tassi in salita deprimono i corsi azionari ma non le IPO*, EGM Focus di BDO S.p.A., 30 settembre 2023, bdo.it

⁵⁶ Cfr. *Quotarsi sul mercato Euronext Growth Milan: quali i vantaggi per le PMI*, Educazione Finanziaria di Azimut Direct, 12 gennaio 2022, azimutdirect.com

la maggiore liquidità offerta dal mercato e la capacità di attrarre nuovi investitori fanno sì che, nel periodo 2013-2021, Borsa Italiana ha registrato 22 translisting dal mercato EGM al mercato EXM o al segmento STAR. L'attenzione per il *translisting* si è particolarmente sviluppata negli ultimi anni, quando, tra il 2021 e il 2023, si sono verificate 11 passaggi tra listini (4 nel 2021, 2 nel 2022 e 5 nel 2023). Questi dati confermano che molte PMI hanno saputo cogliere le sfide di crescita e di creazione del valore per i propri stakeholder, sfruttando le operazioni di *uplisting* come uno strumento a proprio vantaggio⁵⁷.

È interessante evidenziare che anche il Segmento Professionale può essere considerato una sorta di *training stock market*, in quanto rappresenta il listino di prova del mercato EGM. Come detto nel capitolo precedente, si tratta di un segmento riservato agli investitori professionali e dedicato alle PMI innovative, alle start-up e alle scale-up. Inoltre, l'EGM Pro è rivolto alle società che vogliono aumentare la propria visibilità con gli investitori prima di accedere alle negoziazioni (*just listing*). Tendenzialmente, le PMI quotate sul Segmento Professionale non presentano un immediato fabbisogno di raccolta di capitale e mirano ad incrementare la visibilità con gli investitori prima di accedere alle negoziazioni oppure attendono condizioni di mercato più favorevoli per procedere con l'offerta. Quindi, così come il mercato EGM permette alle PMI di accedere gradualmente al mercato primario EXM, allo stesso modo il Segmento Professionale permette alle SMEs di accedere gradualmente al mercato EGM⁵⁸.

Un'ultima modalità di ingresso graduale al mercato offerta da Borsa Italiana alle PMI riguarda le Special Purpose Acquisition Company (d'ora in poi, SPAC). Come già accennato, le SPAC sono veicoli di investimento che raccolgono

⁵⁷ Cfr. D'ANGERIO V., NOVELLINI V., *Borsa, quale azienda salta dall'EGM al listino principale? Le possibili candidate*, Il Sole24Ore, Milano, 25 gennaio 2023, [ilssole24ore.com](https://www.ilssole24ore.com)

⁵⁸ Cfr. *EGM Pro*, Documento Informativo relativo alla riammissione alle negoziazioni sul Segmento Professionale di ABC Company S.p.A., Comunicati Stampa di ABC Company, 20 dicembre 2021, [abccompany.it](https://www.abccompany.it)

capitale mediante la quotazione, al fine di acquisire e/o fondersi con una società non quotata. A seguito dell'acquisizione/fusione, poi, la società target può accedere alle negoziazioni su EGM. Quindi, anche questi strumenti di finanza alternativa rappresentano una modalità indiretta per veicolare capitali a favore delle PMI e facilitare l'accesso al mercato EGM. Tuttavia, l'utilizzo di SPAC negli ultimi anni, dopo una fase di crescita importante, ha subito un forte rallentamento. Infatti, nel periodo 2011-2018, si sono quotate 31 SPAC, che hanno raccolto complessivamente 4 miliardi di euro circa (di cui circa 3 miliardi sono stati investiti nelle società target). Tra il 2019 e il 2023, invece, si è registrata la quotazione di soltanto cinque SPAC (1 nel 2019, 0 nel 2020, 2 nel 2021, 0 nel 2022 e 2 nel 2023). Probabilmente, tale riduzione delle quotazioni rappresenta un calo fisiologico dovuto da una prima fase di forte espansione⁵⁹ e, quando le condizioni di mercato lo permetteranno, le SPAC torneranno ad essere un utile strumento per avvicinare le PMI al mercato borsistico⁶⁰.

3.6 I servizi e gli incentivi a supporto delle PMI

Prima di quotarsi sul mercato EGM e una volta ottenuto l'accesso alle negoziazioni, le PMI possono godere di una serie di servizi ed incentivi fiscali previsti da Borsa Italiana. L'ultima categoria di vantaggi offerti dalla quotazione riguarda proprio questi servizi ed incentivi, che possono generare enormi effetti positivi per le PMI quotande.

⁵⁹ La riduzione dell'utilizzo di SPAC è dovuto, in parte, alla prima fase di forte espansione che successivamente ha generato un calo fisiologico e, in parte, allo spostamento dell'attenzione delle PMI sugli altri strumenti per accedere in maniera alternativa al mercato borsistico.

⁶⁰ Cfr. FUMAGALLI M., *Lo sviluppo delle SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa*, Egea Editore, Milano, 2014

3.6.1 I servizi offerti da Borsa Italiana

Un primo servizio di cui possono usufruire le società quotate EGM è rappresentato dall'IR Top EGM Investor Day (o, semplicemente, EGM Investor Day). Si tratta di un evento organizzato annualmente da IR Top Consulting Group che ha l'obiettivo di fare incontrare le società quotate con la comunità finanziaria. Difatti, l'IR Top EGM Investor Day incentiva le imprese a adottare una cultura basata sulla trasparenza e sulla comunicazione finanziaria, in modo tale da incrementare l'interesse degli investitori per l'Equity Story, aumentare la domanda dei titoli azionari e favorire l'ingresso di nuovi investitori istituzionali nella compagine societaria⁶¹.

Da un lato, quindi, l'EGM Investor Day permette alle PMI di divulgare i propri risultati finanziari, il proprio business model e la propria strategia di crescita ad un pubblico di investitori qualificati e professionali. Dall'altro lato, invece, tale evento consente agli operatori specializzati (banche, fondi, investitori istituzionali, ecc.) di approfondire le Equity Story delle PMI quotate su EGM e di confrontarsi direttamente con il Top Management delle imprese in merito alle strategie di innovazione e crescita ed ai risultati economico-finanziari perseguiti. Inoltre, al fine di diffondere la conoscenza delle singole *investment opportunity* a tutte le tipologie di investitori, a seguito dell'emergenza Covid-19, IR Top Consulting Group ha ideato e organizzato un format online rivolto agli investitori retail, ampliando il target di investitori-clienti. Negli ultimi anni, la comunità finanziaria ha decretato l'EGM Investor Day quale principale vetrina privilegiata per incrementare la visibilità del mercato azionario dedicato alle PMI e dei titoli azionari delle stesse⁶².

Nei paragrafi precedenti, si è parlato di *pminews.it* ed è stata definita una piattaforma online lanciata da Borsa Italiana che mette a disposizione di imprese ed

⁶¹ Cfr. *Il tuo Investor day*, Investor Day, pminews.it

⁶² Cfr. *IR Top EGM Investor Day. Le Small & Mid Cap, martedì 9 maggio*, La Mia Finanza, 8 maggio 2023, lamiafinanza.it

I vantaggi della quotazione su EGM

investitori le informazioni relative alle PMI quotate su EGM. In realtà, *pminews.it* è solo una delle molteplici sottosezioni della piattaforma *fintech* verticale PMI Capital. Il secondo servizio di cui possono beneficiare le PMI quotate su EGM riguarda proprio la piattaforma PMI Capital. Si tratta di una piattaforma tecnologica, focalizzata verticalmente sul mercato EGM. Viene definita “verticale” in quanto è uno strumento operativo digitale offerto sia agli investitori di EGM sia alle società che intendono quotarsi su EGM (oppure a quelle che, durante la permanenza sul mercato, aspirano ad ampliare il proprio target di investitori o avviare operazioni straordinarie sul capitale, come gli aumenti di capitale). Tale piattaforma nasce con l’obiettivo di offrire ad imprese e investitori una panoramica completa sul mercato azionario dedicato alle PMI, attraverso analisi finanziarie, report, approfondimenti settoriali e news. L’ampio utilizzo da parte delle imprese di questo strumento dimostra il forte interesse delle società quotate ad aumentare la propria visibilità agli occhi di nuovi investitori e delle società non quotate ad approfondire la fattibilità del processo di quotazione⁶³.

La piattaforma PMI Capital si compone di tre principali sezioni: “Società EGM”, “Research Hub” e “Quotazione su EGM”.

Nella sezione Società EGM viene presentato un set completo di informazioni istituzionali ed economico-finanziarie, ordinate, standardizzate e aggiornate quotidianamente da team di PMI Capital. All’interno di quest’area, gli investitori possono creare il proprio portafoglio titoli, analizzare la documentazione disponibile e interagire con le società quotate mediante il Deal Manager. La sezione Società EGM, a sua volta, si divide in più sottosezioni, di cui fa parte anche *pminews.it*, che contiene il flusso informativo della redazione di *pminews.it* relativo a ciascuna società quotata. Altre sottosezioni presenti nell’area Società EGM sono:

⁶³ Cfr. *PMI Capital, la piattaforma verticale su AIM Italia*, Startup Italia, 21 novembre 2017, starupitalia.eu

la sezione “Company Profile” (che contiene i dati anagrafici delle società, la descrizione dell’azionariato, un breve profilo descrittivo, ecc.), la sezione “Corporate Governance” (in cui viene illustrata dettagliatamente la composizione del CdA e del Collegio Sindacale), la sezione “Risultati Finanziari” (che riporta le principali voci di stato patrimoniale e conto economico delle società a partire dal 2014 e i risultati annuali e semestrali conseguiti dalle stesse) e la sezione “Documento di Ammissione” (in cui è possibile consultare il Documento di Ammissione redatto in sede di quotazione)⁶⁴.

Un'altra importante sezione di PMI Capital è “Research Hub”. Si tratta di un’area in cui è possibile studiare ed analizzare il mercato EGM, attraverso alcuni strumenti elaborati e messi a disposizione dagli analisti di PMI Capital. In particolare, gli strumenti a disposizione di imprese ed investitori all’interno di questa sezione sono:

- L’EGM Multiples Analysis, in cui sono evidenziate le medie delle stime di ricavi, EBITDA, EBIT, Posizione Finanziaria Netta (o PFN) e utile netto calcolate sulla base delle ricerche degli analisti finanziari effettuate nell’ultimo anno. Le medie dei suddetti indicatori fanno riferimento sia alle singole PMI quotate sia ai settori di riferimento;
- L’EGM Key Report, che contiene i report relativi a ciascuna società quotata, sviluppati sulla base di oltre 30 parametri;
- L’EGM Governance, che rappresenta la raccolta più completa di dati relativi alle governance delle PMI quotate su EGM; quest’area offre dei report sulla governance delle imprese, sviluppati sulla base di 9 parametri diversi;

⁶⁴ Cfr. *Nasce Pmi Capital, una piattaforma digitale per le Pmi che vogliono andare in Borsa*, Finanza Digitale, Fintech, 21 novembre 2017, economyup.it

I vantaggi della quotazione su EGM

- L'Osservatorio EGM, che contiene le ricerche condotte dagli analisti di IR Top Consulting Group sulle tematiche di governance, liquidità, flottante, performance, financials ed investitori.
- La sezione Equity Research, che raccoglie le ricerche pubblicate dagli analisti indipendenti di PMI Capital, commissionate dalle PMI quotate per soddisfare il requisito di pubblicazione di almeno due Equity Research indipendenti all'anno⁶⁵.

L'ultimo servizio a disposizione delle PMI quotate e quotate su EGM riguarda la terza sezione di PMI Capital, "Quotazione su EGM". All'interno di questa sezione, infatti, PMI Capital permette alle imprese di effettuare online la verifica della fattibilità del processo di quotazione su EGM. Tale studio di fattibilità viene condotto attraverso un sistema di *scoring* definito da IR Top Consulting Group, che si basa sia su parametri formali (ovvero richiesti dalla normativa di riferimento) sia su parametri sostanziali (ovvero legata alla capacità di attirare l'interesse degli investitori, oltre che alla sostenibilità del progetto di quotazione). PMI Capital, quindi, ha selezionato una serie di variabili economico-finanziarie e strategiche ed ha coinvolto consulenti esclusivi per consentire alle PMI di usufruire di una valutazione di fattibilità effettuata online, più rapida ed agevole. La richiesta di fattibilità online è totalmente gratuita e non impegnativa. Le società che effettuano questo "test" ottengono un parere preliminare di fattibilità direttamente nella piattaforma, in modo tale da conoscere in tempi brevissimi la possibilità di intraprendere un processo di quotazione o gli eventuali elementi da correggere al per finalizzare l'operazione. Le società valutate positivamente vengono contattate dal team di consulenti IPO di PMI Capital per concordare le modalità delle successive fasi. Inoltre, tali società possono avvalersi del team di IPO Advisory di

⁶⁵ Cfr. *Research Hub*, PMI Capital EGM, pmicapital.it

PMI Capital, che supporta le PMI nel percorso di quotazione e nella preparazione al confronto con gli investitori⁶⁶.

3.6.2 *Gli incentivi fiscali a favore degli investitori e delle PMI*

A partire dal 2017, Borsa Italiana ha introdotto una serie di incentivi fiscali al fine di attrarre investitori ed imprese sul mercato EGM. Come già accennato nel capitolo precedente, le PMI quotate o quotande possono accedere ed usufruire ai diversi incentivi di Borsa Italiana mediante la figura dell'Advisor legale.

Un primo incentivo fiscale è rivolto agli investitori e riguarda i Piani Individuali di Risparmio a lungo termine (o, semplicemente, Piani Individuali di Risparmio). Esistono due tipologie di Piani Individuali di Risparmio (d'ora in poi, PIR): i PIR ordinari (istituiti nella Finanziaria 2017⁶⁷) e i PIR alternativi (istituiti nella Finanziaria 2021⁶⁸). In questo sottoparagrafo, verranno illustrati soltanto i PIR ordinari (o tradizionali), poiché i PIR alternativi sono strumenti finanziari adottati da investitori molto propensi al rischio e dotati di un patrimonio elevato⁶⁹. La maggiore parte dei PIR in circolazione assumono la forma di fondi comuni di investimento e, quindi, prendono il nome di fondi PIR o PIR Compliant⁷⁰.

I PIR ordinari sono una forma d'investimento destinata ai privati, la cui sottoscrizione dà diritto a numerose agevolazioni fiscali. L'agevolazione fiscale

⁶⁶ Cfr. *Verifica se la tua azienda è quotabile su Euronext Growth Milan (ex AIM)*, Quotazione su Euronext Growth Milan, Company Quotability, PMI Capital EGM, pmicapital.it

⁶⁷ "Finanziaria 2017" è il nome che prende la Legge di Bilancio 2017, ovvero la *legge 11 dicembre 2016, n. 232*.

⁶⁸ "Finanziaria 2021" è il nome che prende la Legge di Bilancio del 2021, ovvero la *legge 30 dicembre 2020, n.178*.

⁶⁹ I PIR alternativi sono piani individuali di risparmio che contengono una quota molto elevata (almeno il 70%) di titoli emessi dalle PMI italiane quotate su mercati poco liquidi o, addirittura, non quotati in alcun mercato. Si tratta, quindi, di strumenti finanziari più illiquidi e rischiosi rispetto ai PIR ordinari. Per questo motivo, tendenzialmente, i PIR alternativi sono rivolti ad investitori con maggiori conoscenze finanziarie e con un patrimonio relativamente elevato.

⁷⁰ Cfr. *Pir, un sostegno all'economia italiana che migliora l'allocazione del risparmio*, Articoli in PIR & Mercati Privati, Assogestioni, 31 ottobre 2018, assogestioni.it

I vantaggi della quotazione su EGM

principale consiste nell'esenzione totale sia dalla tassazione relativa ai redditi derivanti dagli investimenti effettuati nei PIR (interessi, dividendi e capital gain) sia dall'imposta di successione⁷¹. Questo è un gradissimo vantaggio se si pensa che in Italia le rendite finanziarie sono generalmente tassate con un'aliquota del 26%. Tuttavia, per beneficiare delle agevolazioni fiscali, gli investitori devono rispettare alcune condizioni. Innanzitutto, i PIR possono essere sottoscritti solo da persone fisiche residenti in Italia (compresi i minorenni) e almeno il 70% del piano di risparmio deve essere investito in imprese italiane o imprese europee presenti in Italia (di questo 70%, almeno il 30% deve essere investito in società non comprese nell'indice azionario FTSE MIB⁷² e almeno il 5% in società non incluse nell'indice FTSE Mid-Cap⁷³). Inoltre, è previsto un limite dell'ammontare massimo di risorse che possono essere investite in un PIR: ciascun investitore, infatti, può sottoscrivere un solo PIR e può investire non più di 40.000 euro all'anno (e un minimo di 500 euro), fino ad un limite complessivo di 200.000 euro⁷⁴. Infine, per godere dell'esenzione fiscale, il risparmiatore deve mantenere l'investimento nel PIR per almeno cinque anni. La vendita anticipata degli investimenti presenti nel PIR non comporta la perdita dei benefici fiscali, se il risparmiatore, entro 90 giorni, reinveste il ricavato della vendita in strumenti finanziari equivalenti⁷⁵.

⁷¹ L'imposta di successione è una tassa che deve essere pagata da colui che riceve un'eredità. Qualora il defunto, mentre era in vita, aveva sottoscritto un PIR ordinario, l'erede sarà esente dall'imposta di successione.

⁷² L'indice FTSE MIB misura la performance dei 40 migliori titoli azionari quotati nel mercato borsistico italiano.

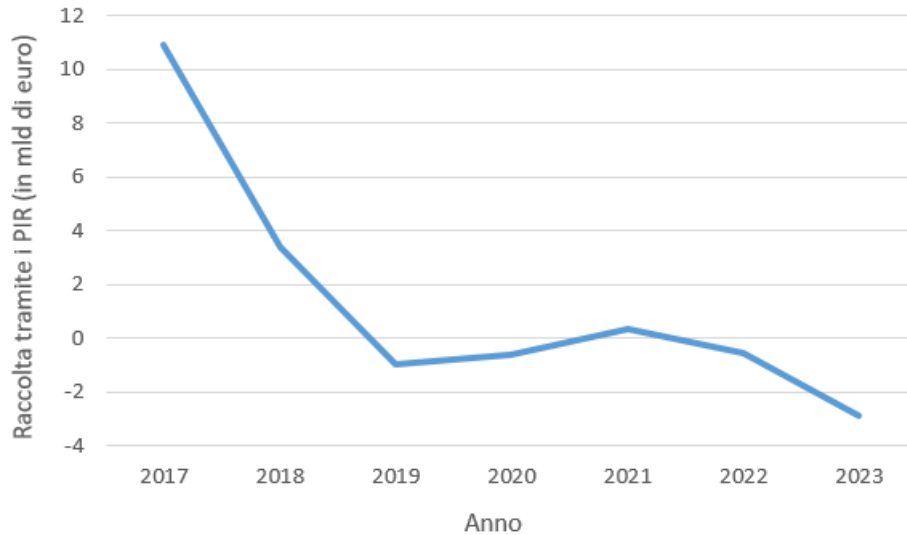
⁷³ L'indice FTSE Mid-Cap misura la performance delle imprese appartenenti al segmento Blue Chips.

⁷⁴ I PIR alternativi sono più rischiosi anche sotto questo punto di vista. Infatti, il limite massimo di fondi investibili nei PIR alternativi è pari a 300.000 euro all'anno e 1.500.000 euro complessivi.

⁷⁵ Cfr. *Piani individuali di risparmio a lungo termine (PIR)*, Banca d'Italia per la Cultura Finanziaria, Investire, bancaditalia.it

Capitolo 3

Figura 3.7 – Andamento della raccolta di risorse da parte dei gestori (in mld di euro) mediante i PIR dal 2017 al 2023



Fonte: elaborazione propria con dati dell'Osservatorio PIR di Plus24-Sole24Ore

La figura 3.7 mostra l'andamento delle risorse raccolte dai soggetti gestori mediante i PIR dal 2017 ad oggi. Dalla loro introduzione, i PIR hanno registrato un andamento via via decrescente. In particolare, il 2017 e il 2018 sono stati gli anni migliori per i PIR, con una raccolta complessiva di 14,3 miliardi di euro (10,9 miliardi di euro raccolti nel 2017 e 3,4 miliardi di euro raccolti nel 2018). Dal terzo trimestre del 2018, poi, i PIR mostrano una parabola discendente che si interrompe solo nell'aprile 2021, quando il saldo è tornato in territorio positivo dopo molto tempo (323 milioni di euro raccolti nel 2021). Da quel momento in poi, i PIR hanno subito un nuovo rallentamento che, secondo le stime di Assogestioni, dovrebbe interrompersi nel 2024, anno in cui potrebbe registrarsi una ripresa di questi strumenti finanziari⁷⁶.

Nonostante le risorse raccolte mediante i PIR mostrino un andamento decrescente, questa tipologia di investimenti ha generato un importante afflusso di

⁷⁶ Cfr. VALENTINI P., *Risparmio gestito, raccolta 2021 sui massimi dal 2017. I Pir tornano in attivo*, News di Milano Finanza, 17 febbraio 2022, milanofinanza.it

I vantaggi della quotazione su EGM

capitali sul mercato EGM (largamente favorito dall'elevata raccolta di capitali registrata negli anni di esordio) che, a sua volta, ha prodotto un aumento della liquidità del mercato e del numero delle IPO. Inoltre, i PIR hanno permesso ad un numero maggiore di investitori di approcciarsi al mercato dedicato alle PMI e, quindi, hanno favorito l'ingresso di nuovi investitori specializzati su EGM⁷⁷.

Nel 2018, per evitare eventuali effetti “bolla” che la domanda di PIR avrebbe potuto generare, Borsa Italiana decide di stimolare l'offerta di titoli azionari e, cioè, la quotazione di nuove PMI mediante l'introduzione del Bonus IPO (o Credito d'Imposta, CDI). Si tratta di un'agevolazione fiscale approvata dalla Finanziaria 2018⁷⁸ che consiste in un credito d'imposta sul 50% dei costi fissi (cioè, sui costi di consulenza) sostenuti per l'operazione di IPO fino al 31 dicembre 2020. Il Bonus IPO introdotto nel 2018 stanziava complessivamente 80 milioni di euro nel triennio 2018-2020, per un importo massimo di 500.000 euro ad impresa. Successivamente, il bonus IPO è stato prorogato tre volte: prima, fino al 31 dicembre 2021 dalla Legge di Bilancio 2021 (che prevede 30 milioni di euro complessivi annui e 500.000 euro massimi per ciascuna impresa); poi, fino al 31 dicembre 2022 dalla Legge di Bilancio 2022⁷⁹ (che stanziava 5 milioni di euro complessivi, per un massimo di 200.000 euro ad impresa); infine, fino al 31 dicembre 2023 dalla Legge di Bilancio 2023⁸⁰ (30 milioni di euro complessivi annui e limite di 500.000 euro per ciascuna impresa)⁸¹.

⁷⁷ Cfr. DELLA VALLE I., *I piani individuali chiudono novembre con i conti in rosso per 102 milioni*, Articolo dell'Osservatorio PIR di Plus24-Sole24Ore, 2 gennaio 2023, ilsole24ore.com

⁷⁸ “Finanziaria 2018” è il nome che prende la Legge di Bilancio 2018, ovvero la *legge 27 dicembre 2017, n. 205*.

⁷⁹ La Legge di Bilancio 2022 (o Finanziaria 2022) è la *legge 30 dicembre 2021, n. 234*.

⁸⁰ La Legge di Bilancio 2023 (o Finanziaria 2023) è la *legge 29 dicembre 2022, n. 197*.

⁸¹ Cfr. *Bonus IPO prorogato nella Finanziaria 2023. 10 milioni di euro la misura complessiva, ripristinato in 500 mila euro l'importo massimo del credito di imposta sui costi di quotazione delle IPO 2022 e 2023*, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 29 dicembre 2022, osservatorio-egm.com

Capitolo 3

Il Bonus IPO non è destinato a tutte le imprese, ma solo a quelle di piccole e medie dimensioni. Infatti, per usufruire del CDI, i soggetti beneficiari devono rispettare i parametri previsti dalla *Raccomandazione 6 maggio 2003, n. 261 della Commissione Europea* in merito alla definizione di PMI: ULA (Unità Lavorative-annue) comprese tra 10 e 250 dipendenti e fatturato annuo compreso tra 2 e 50 milioni di euro o utili annui compresi tra 2 e 43 milioni di euro. Nel calcolo di questi parametri, devono essere considerati eventuali rapporti di controllo o collegamento societario. Inoltre, l'art. 3 della Legge di Bilancio stabilisce che possono usufruire dell'agevolazione fiscale le PMI “[...] *che non si trovano in condizioni tali da risultare imprese in difficoltà*”⁸². Quindi, per accedere al Bonus IPO non sono previsti solo requisiti oggettivi, ma anche requisiti soggettivi come quello della stabilità patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa⁸³.

Inoltre, il Credito d'Imposta riguarda solamente i costi fissi, cioè le spese sostenute per le consulenze pre-quotazione. Come illustrato nel capitolo precedente, tra questi costi rientrano quelli relativi allo studio di fattibilità pre-IPO, alla due diligence, alla consulenza finanziaria e al Documento di Ammissione redatto con il supporto dell'EGA. L'art. 6 della Legge di Bilancio 2018 prevede che “[...] *qualora l'Agenzia delle Entrate accerti, nell'ambito dell'ordinaria attività di controllo, l'eventuale indebita fruizione, totale o parziale, del credito d'imposta, la stessa ne dà comunicazione all'Organo deputato alla concessione del credito d'imposta che, previa verifiche per quanto di competenza, provvede al recupero del relativo importo, maggiorato di interessi e sanzioni secondo legge*”⁸⁴. Inoltre, il secondo comma del medesimo articolo stabilisce che il recupero del credito

⁸² Articolo 3 della Legge di Bilancio 2018

⁸³ Cfr. *Credito d'imposta per la quotazione delle PMI*, Ministero delle Imprese e del Made in Italy, 23 novembre 2023, mimit.gov.it

⁸⁴ Articolo 6 della Legge di Bilancio 2018

I vantaggi della quotazione su EGM

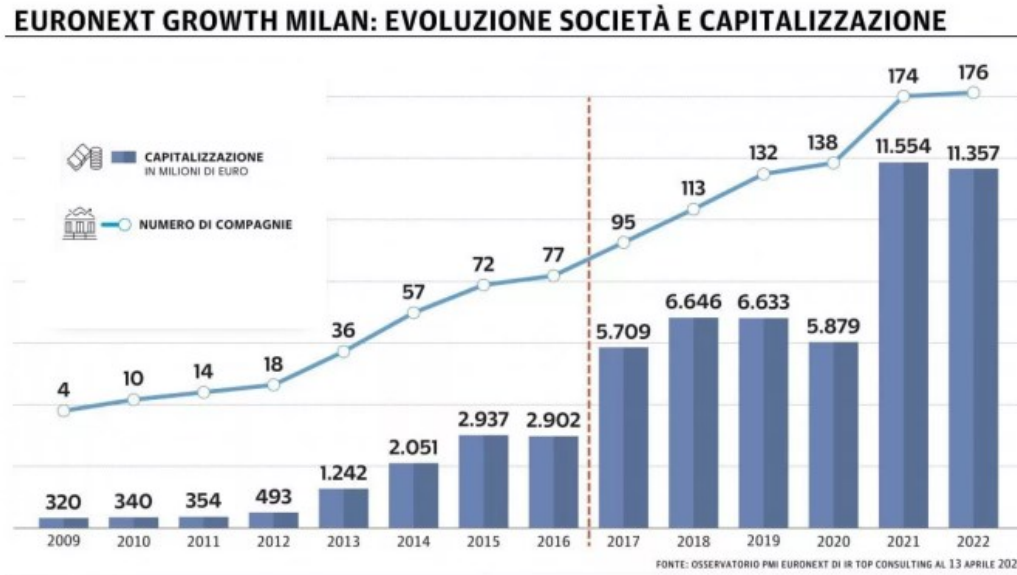
d'imposta e l'applicazione di interessi e sanzioni è previsto anche nel caso in cui non venga rispettato uno dei requisiti previsti dalla legge⁸⁵.

Tra il 2018 e il 2021, il Bonus IPO ha rappresentato la forma di incentivo fiscale a favore delle imprese più adatta al modello del mercato azionario EGM, per via delle sue caratteristiche di immediata comprensione e per la sua facilità di implementazione. In particolare, il CDI ha generato un circolo virtuoso di nuove quotazioni, che, a sua volta, ha avuto effetti positivi in termini di occupazione e PIL e ha contribuito a ridurre l'enorme divario che allontana la Piazza finanziaria italiana (rapporto capitalizzazione/PIL del 40%) dalle Piazze finanziarie degli altri paesi europei, come Germania (rapporto capitalizzazione/PIL del 50%) e Francia (capitalizzazione/PIL pari all'85%). Tra il 2017 e il 2021, l'effetto combinato PIR-CDI ha incentivato 122 imprese di piccola-media dimensione a quotarsi sul mercato a loro dedicato. Nello stesso periodo, la capitalizzazione del mercato EGM è aumentata di quasi 300 punti percentuali, passando da 2,9 miliardi di euro (31 dicembre 2016) a 11,5 miliardi di euro (31 dicembre 2021). Infine, nell'anno 2020, il giro d'affari complessivo delle società quotate su EGM ha raggiunto i 4,9 miliardi di euro, registrando il suo record storico⁸⁶.

⁸⁵ Cfr. FABI A., *Quotazione PMI, come funziona il Bonus IPO*, Sezione Finanza pmi.it, 6 settembre 2023, pmi.it

⁸⁶ Cfr. De MEJO P., *Euronext Growth Milan, il mercato si allarga: con 176 società quotate, la capitalizzazione supera gli 11 miliardi di euro*, La Repubblica, 10 maggio 2022, repubblica.it

Figura 3.8 – Andamento del numero delle PMI quotate su EGM e della loro capitalizzazione dal 2009 al 2022



Fonte: Osservatorio PMI Euronext di IR Top Consulting

La Figura 3.8 mostra l’andamento del numero delle società quotate su EGM e della loro capitalizzazione, tra il 2009 e il 2022. Come è possibile notare dalla figura, a partire dal 2017 (data dell’introduzione dei PIR), il numero delle imprese che si sono quotate annualmente è cresciuto in maniera significativa. Poiché aumenta il numero delle società quotate, si registra anche un conseguente incremento della capitalizzazione del mercato, che nel 2021 supera gli 11 miliardi di euro⁸⁷.

A seguito di una ricerca condotta dall’Osservatorio PMI Euronext di IR Top Consulting Group è emerso che la principale criticità che induce le PMI ad evitare la quotazione riguarda i costi di quotazione. Difatti, il 41% degli intervistati (Imprenditori e CEO) ha individuato come principale deterrente alla quotazione il tema dei costi. Inoltre, a seguito della quotazione su EGM, addirittura il 98% degli

⁸⁷ Cfr. *La quotazione in Borsa come volano di crescita per le aziende italiane: nel 2017-2021 grazie a PIR e Bonus IPO oltre 5,5 miliardi di euro nelle casse delle PMI per finanziare l’economia reale e la crescita occupazionale*, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 5 maggio 2022, osservatorio-egm.com

I vantaggi della quotazione su EGM

intervistati ha individuato come criticità il tema dei costi, in quanto si sono rivelati più elevati rispetto alle attese. Per questo motivo, il Bonus IPO ha contribuito enormemente ad incentivare le PMI alla quotazione, proprio perché si è concentrato sul fattore di maggiore criticità, cioè la riduzione dei costi di quotazione, mediante l'agevolazione fiscale⁸⁸.

In sintesi, quindi, gli incentivi fiscali hanno generato enormi effetti benefici a favore delle PMI e del mercato EGM in generale. Da un lato, infatti, i PIR hanno incrementato la domanda di titoli azionari emessi dalle PMI, aumentando così la liquidità e il numero di investitori nel mercato EGM. Dall'altro lato, il Bonus IPO ha prodotto un aumento delle quotazioni di PMI, accrescendo in questo modo l'offerta di titoli azionari emessi dalla SMEs⁸⁹.

⁸⁸ Cfr. Incorvati L., Piazza Affari e Pmi, quotazioni a rischio con lo stop al Bonus Ipo, Il Sole 24 Ore, Milano, 19 ottobre 2023, [ilsole24ore.com](https://www.ilsole24ore.com)

⁸⁹ Cfr. *Bonus IPO sarà confermato con emendamento al decreto Milleproroghe*, Teleborsa, Sezione Economia La Stampa, 29 dicembre 2023, [finanza.lastampa.it](https://www.finanza.lastampa.it)

CONCLUSIONI

Negli ultimi decenni, Borsa Italiana ha posto in essere numerose iniziative che hanno permesso al mercato finanziario italiano di svilupparsi notevolmente. Come visto nel primo capitolo, gli interventi apportati da Borsa Italiana per favorire la crescita del mercato finanziario hanno riguardato sia i mercati azionari sia i mercati obbligazionari. In particolare, per quanto riguarda il comparto azionario, Borsa Italiana ha accorpato l'AIM Italia e il MAC in un unico mercato dedicato alle PMI, che, a seguito dell'ingresso in Euronext, prende il nome di Euronext Growth Milan. Inoltre, sono state alleggeriti le modalità e i costi di accesso e permanenza a tale mercato, in modo tale da permettere ad un numero maggiore di SMEs di accedervi. Nel comparto obbligazionario, invece, Borsa Italiana ha consentito alle PMI di emettere obbligazioni, introducendo i minibond. Al fine di permettere la negoziazione e la quotazione di questi nuovi strumenti finanziari, Borsa Italiana ha anche istituito due segmenti professionali del mercato ExtraMOT: ExtraMOT PRO e ExtraMOT PRO3.

Nel secondo capitolo è stato sottolineato che, spesso, le PMI preferiscono evitare il processo di quotazione sul mercato EGM, per via degli elevati costi dell'operazione e del timore di perdere il controllo societario. Un'ottima soluzione, quindi, è rappresentata dall'emissione di minibond, che permette alle imprese di raccogliere risorse finanziarie ad un costo ridotto, evitando l'ingresso di nuovi investitori nel capitale sociale. In particolare, nonostante il processo di quotazione preveda lo stesso numero di fasi del processo di emissione di minibond, quest'ultimo risulta molto più snello e veloce rispetto al primo (circa 2 mesi, anziché 6-12). Inoltre, le PMI che emettono minibond devono rispettare requisiti di accesso e permanenza al mercato meno stringenti rispetto a quelli stabiliti per la quotazione sul mercato EGM. Questo fa sì che l'emissione di

minibond richieda la presenza di un minor numero di attori a supporto delle PMI, che, a sua volta, consente di sostenere costi più contenuti.

Tuttavia, i limitati costi, il mantenimento dell'integrità del capitale societario e la rapidità dell'operazione sono gli unici vantaggi di cui godono le imprese che emettono minibond. Per questo, nel terzo capitolo sono stati evidenziati i numerosi vantaggi, economico-finanziari e strategici, di cui le PMI quotate e quotande possono beneficiare. A differenza dei minibond, la quotazione sul mercato EGM permette alle PMI italiane di riequilibrare la loro struttura finanziaria, riducendo il grado di indebitamento e quello di sottocapitalizzazione. Le imprese quotate tendenzialmente registrano anche un miglioramento delle performance economico-finanziarie (fatturato, EBITDA, rapporto debito/capitale proprio) e di quelle strategiche (occupazione, riorganizzazione societaria, ingresso di Investitori Istituzionali), che consente di aumentare l'interesse agli occhi degli investitori. Inoltre, gli stringenti requisiti di accesso e di permanenza al mercato costituiscono, da un lato, un ostacolo per l'accesso alle negoziazioni delle PMI, e, dall'altro, possono rappresentare una sorta di incentivo ad incrementare la loro trasparenza informativa. Difatti, per soddisfare gli obblighi previsti dal mercato EGM, le imprese sostengono dei costi maggiori. Tuttavia, se rispettati, questi requisiti formali (disclosure e comunicazione finanziaria) e sostanziali (Modello 231 ed ESG Reporting) permettono all'impresa di aumentare la propria trasparenza e, quindi, l'interesse per il proprio titolo azionario. Infine, anche gli incentivi fiscali introdotti da Borsa Italiana hanno avuto un impatto positivo sulle PMI e sul mercato EGM. In particolare, i PIR hanno incrementato la domanda di titoli azionari emessi dalle PMI, aumentando così la liquidità e il numero di investitori nel mercato EGM. Il Bonus IPO, invece, ha prodotto un aumento delle quotazioni, accrescendo in questo modo l'offerta di titoli azionari emessi dalla SMEs.

Per concludere, l'analisi effettuata in questo elaborato ha cercato di fornire un apporto descrittivo degli elementi che le PMI dovrebbero tenere in considerazione nel selezionare la fonte di finanziamento più idonea a coprire il loro fabbisogno finanziario. Dal confronto tra quotazione sul mercato EGM ed emissione di minibond emerge che non esiste un canale di finanziamento migliore in assoluto per le PMI. Questo perché la selezione della fonte di finanziamento ottimale dipende da molteplici fattori che cambiano a seconda dell'impresa in esame. Ad esempio, una PMI che presenta un fabbisogno finanziario contenuto e una struttura finanziaria relativamente equilibrata probabilmente opterà per un'emissione di minibond che le permetterà di raccogliere le risorse finanziarie in maniera molto veloce e poco costosa. Diversamente, un'impresa che si trova nella fase del ciclo di vita di massima crescita e caratterizzata da una struttura finanziaria sbilanciata, probabilmente, preferirà la quotazione su EGM, in modo tale da ribilanciare il proprio livello di indebitamento e reperire la grande quantità di capitali necessaria a supportare correttamente la crescita aziendale. Di conseguenza, per selezionare la migliore tipologia di capitale con cui finanziarsi, le SMEs italiane devono valutare, caso per caso, se sia più conveniente optare per la quotazione su EGM oppure per l'emissione obbligazionaria.

Occorre tuttavia evidenziare che, negli ultimi anni, il principale obiettivo di Borsa Italiana è stato quello di sviluppare maggiormente il proprio comparto azionario che, sin dalla sua nascita, ha rappresentato il punto di debolezza rispetto al comparto obbligazionario. Infatti, l'intento di Borsa Italiana è quello di incentivare le PMI ad accedere al mercato EGM, in modo tale da colmare il divario che allontana la Piazza finanziaria italiana dalle medie dei mercati europei. Nonostante tutti gli sforzi già fatti (semplificazione dell'accesso al mercato, riduzione dei costi, incentivi fiscali, ecc.), è necessario che Borsa Italiana continui a stimolare la crescita del mercato azionario dedicato alle PMI, spronando

l'ingresso nel mercato borsistico di altre imprese, preferibilmente leaders nel loro contesto competitivo e con buoni fondamentali. Solo in questo modo, Borsa Italiana potrà perseguire l'ottimizzazione dei propri mercati finanziari, generando un impatto positivo sull'economia reale, cioè sulle imprese, sul dato occupazionale e sul PIL.

BIBLIOGRAFIA

180 società quotate per una capitalizzazione di 10,4 miliardi di euro, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 6 luglio 2022

2007: un anno da record per Borsa Italiana, Review dei Mercati 2007 di Borsa Italiana, 27 dicembre 2007, borsaitaliana.it

Al via ExtraMOT PRO3, il nuovo segmento obbligazionario di Borsa Italiana dedicato alle PMI, Comunicato Stampa di Borsa Italiana, 24 settembre 2019

ALTMAN E.I., ESENTATO M., SABATO G., *Assessing the credito worthiness of Italian SMEs and mini-bond iussers*, Global Finance Journal, Volume 43, 100450, febbraio 2020

ANGELINI M.S., GENNARO A., GIOVANNINI R., *Financial policy of Italian SMEs: the impact of mini-bond*, Corporate Ownership & Control, Volume 16, Fascicolo 3, 2019

ANNICHIARICO A., *Perché il cuore tecnologico di Euronext trasloca da Londra a Bergamo*, Il Sole24Ore, Milano, 29 aprile 2021

ANNUNZIATA F., LAMBIASE A., *Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) ed Euronext Growth Paris. Mercati di crescita per le PMI a confronto*, Egea Editore, Milano, 2022

ARLOTTA C., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa: mini-bond, cambiali finanziarie, AIM, progetto Elite, SPAC, incentivi allo sviluppo*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2014

ARLOTTA C., *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2018

BASTIA G., NAPOLI M., VERNA A., *Finanza di sviluppo per le PMI*, E-book Fisco e Tasse, 2018

BELTRAME F., CAPPELLOTTO R., FLOREANO J., MASON M.C., MIANI S., *Strumenti finanziari a supporto dello sviluppo delle PMI*, FrancoAngeli Editori, 2015

BERARDI M., IANNUZZI E., *Interpretazione critico-empirica del modello Modigliani-Miller: il problema del default delle PMI. Una comparazione angloitaliana*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2019

BISCARO Q., *La quotazione di una PMI: costi, benefici ed effetti sulla struttura economico-finanziaria dell'azienda*, Social Science Research Network, 10 agosto 2016

BOCCALETTI S., ROSSI E., ROSSOLINI M., *How can SMEs signal their quality and growth orientation to the market? An analysis of the cost of Italian corporate minibonds*, Journal of International Financial Management & Accounting, 2022

BONAFEDE A., *Borsa Italiana, è record di IPO (49) nel 2021: le piccole imprese corrono a Piazza Affari*, Corriere della Sera, 30 dicembre 2021

Bonus IPO prorogato nella Finanziaria 2023. 10 milioni di euro la misura complessiva, ripristinato in 500 mila euro l'importo massimo del credito di imposta sui costi di quotazione delle IPO 2022 e 2023, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 29 dicembre 2022

Bonus IPO sarà confermato con emendamento al decreto Milleproroghe,
Teleborsa, Sezione Economia La Stampa, 29 dicembre 2023

Borsa Italiana in vendita: LSE tratta per cedere Piazza Affari o MTS, Il
Sole24Ore, Milano, 31 luglio 2020

Borsa, l'Antitrust UE blocca la fusione Londra-Francoforte, La Repubblica,
29 marzo 2017

Borse, i numeri dell'orribile 2008 in Europa persi 4000 miliardi, La
Repubblica, Affari & Finanza, 30 dicembre 2008, *repubblica.it*

BRIZZI F., *Dalla "prevenzione bellica" a quella "riparativa": misure di
prevenzione e modello 231*, Key Editore, Milano, 2022

BRUNNER B.R., *Public Relations Theory: Application and Understanding*,
John Wiley & Sons, USA, 2019

BUSANI A., *Bond, in chiaro l'obiettivo-Borsa. Le non quotate hanno ora
accesso al mercato obbligazionario*, Il Sole24Ore, Milano, 16 luglio 2014

CAFAGNA G., TOCCHINI F., *L'ABC del reporting ESG*, Sezione Finanza e
Gestione ESG di Wolters Kluwer, 9 marzo 2022

CAMBARERI G., SPADAFORA N., AIM Italia, le caratteristiche del nuovo
segmento professionale, Casa Editrice Blue Rating, 21 giugno 2020

CARZANIGA C., *I minibond*, Promozione Finanziamenti, Camera di
Commercio di Mantova, gennaio 2021

CHAHINE S., COLAK G., HASAN I., MAZBOUDI M., *Investor Relation and
IPO performance*, Article of Review of Accounting Studies, Springer Link, 17
aprile 2020

CHAN J., *Euronext nears finish line in move to in-house clearing*, Articolo di Financial News, 8 novembre 2023

Conti Economici delle Imprese e dei Gruppi di Impresa. Anno 2020, Report Istituto Nazionale di Statistica, ISTAT, 2 novembre 2022

Cordina C., *Piccola e media impresa*, Note tematiche sull'Unione Europea del Parlamento Europeo, aprile 2023

Credito d'imposta per la quotazione delle PMI, Ministero delle Imprese e del Made in Italy, 23 novembre 2023

D'ANGERIO V., NOVELLINI V., *Borsa, quale azienda salta dall'EGM al listino principale? Le possibili candidate*, Il Sole24Ore, Milano, 25 gennaio 2023

Da lunedì 22 giugno 2009 accorpati i mercati MTA e Expandi di Borsa Italiana, Comunicato Stampa di Borsa Italiana, 18 giugno 2009

DAL MASO E., *Borsa SpA, ATFund a rischio chiusura. L'interpellanza a Mef e Consob*, Notizie di Milano Finanza, 4 aprile 2022

DAMODARAN A., ROGGI O., *Finanza aziendale. Applicazioni per il management*, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna (RN), 2015

De MEJO P., *Euronext Growth Milan, il mercato si allarga: con 176 società quotate, la capitalizzazione supera gli 11 miliardi di euro*, La Repubblica, 10 maggio 2022

DELLA VALLE I., *I piani individuali chiudono novembre con i conti in rosso per 102 milioni*, Articolo dell'Osservatorio PIR di Plus24-Sole24Ore, 2 gennaio 2023

DELLEDONNE A., *La comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate*, Associazione Investor Relations, 26 settembre 2019

Digital Value avvia translisting su Euronext Milan, Teleborsa, Sezione Economia La Stampa, 24 febbraio 2023

DOMENICHELLI O., *Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento. L'approccio dell'investitore*, Giappichelli, Torino, 2007

DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 2013

EGM Pro, Documento Informativo relativo alla riammissione alle negoziazioni sul Segmento Professionale di ABC Company S.p.A., Comunicati Stampa di ABC Company, 20 dicembre 2021

EGM, cambiano regole flottante per facilitare IPO: solo 7,5% a istituzionali, Teleborsa, Sezione Economia La Stampa, 17 novembre 2023

Emissione di un prestito obbligazionario, ODCEC Perugia, marzo 2015

Euronext announces its new strategic plan, Growth for Impact 2024, Euronext Press Releases, 8 novembre 2021

Euronext announces its science-based climate targets supporting its "Fit for 1.5°" commitment, Euronext Press Releases, 28 giugno 2022

Euronext announces volumes for December 2022, Euronext Press Releases, 6 gennaio 2023

Euronext confirms its position as the leading equity listing venue in Europe and debt listing worldwide in 2022, Euronext Press Releases, 30 dicembre 2022

ExtraMOT PRO. Il mercato di riferimento dei minibond, Brochure “Che cos’è ExtraMOT PRO” di Borsa Italiana, 2014

FABI A., *Quotazione PMI, come funziona il Bonus IPO*, Sezione Finanza pmi.it, 6 settembre 2023

FILIPPETTI S., *La Brexit finanziaria della Borsa di Londra: LSE cambia pelle e ora scegli gli USA*, Milano, 3 agosto 2020

FOLLIS A., *London Stock Exchange, antitrust europeo indaga sull’acquisizione di Refinitiv*, News di Euractiv, 23 giugno 2020

FUMAGALLI M., *Lo sviluppo delle SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in Borsa*, Egea Editore, Milano, 2014

GAI L., *Il rating delle PMI. Un approccio metodologico per banche, confidi ed intermediari finanziari*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2008

GIACOMA G., SARTORI M., STESURI A., *Due Diligence: analisi contabile, fiscale e legale*, IPSOA, 2007

GOLSCH L., *Manuale di relazioni con gli investitori e comunicazione finanziaria. L’IPO come sfida per le relazioni con gli investitori e la comunicazione finanziaria*, Springer International Publisher, Wiesbaden, 2022

GUIDARA F., *La comunicazione finanziaria. Come comunicare e convincere il mercato*, Egea Editore, Milano, 2011

Il finanziamento a medio-lungo termine delle imprese in Italia, Relazione dell’Assemblea Biennale Assonime

Il gruppo CDP entra in Euronext. CDP Equity acquisisce il 7,3% sottoscrivendo un aumento di capitale riservato, Comunicato stampa di CDP, 29 aprile 2021

Il mercato AIM resiliente nell'anno del Covid con ricavi a +3% di cui il 32% realizzati all'estero. Raccolta complessiva del mercato a 5,8 miliardi di euro. 148 società quotate e capitalizzazione pari a 8,1 miliardi di euro, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 15 luglio 2021

INCORVATI L., Strada ancora in salita per la ricerca su EGM (ex AIM Italia), Il Sole24Ore, Milano, 30 dicembre 2022

L'integrazione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange Group crea il principale gruppo borsistico europeo, Comunicato stampa congiunto di Borsa Italiana e London Stock Exchange, 23 giugno 2007

La quotazione in Borsa come volano di crescita per le aziende italiane: nel 2017-2021 grazie a PIR e Bonus IPO oltre 5,5 miliardi di euro nelle casse delle PMI per finanziare l'economia reale e la crescita occupazionale, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 5 maggio 2022

LAMBIASE A., Guida alle Investor Relations. Strumenti e metodi avanzati della comunicazione finanziaria, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna (RN), 2011

LAMBIASE A., La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale, FrancoAngeli Editori, Milano, 2016

LAMBIASE A., *La quotazione in Borsa delle PMI. Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2022

Le PMI italiana alla prova del Covid, Analisi Cerved Research, gennaio 2021

London Stock Exchange respinge l'offerta della Borsa di Hong Kong, Il Sole24Ore, Milano, 13 settembre 2019

LSE vende Borsa Italiana ad Euronext per 4,32 miliardi, Il Sole24Ore, Milano, 9 ottobre 2020

LSEG all-share acquisition of Refinitiv – Update, Media center di LSEG, 28 gennaio 2021

MAPELLI A., *Il bilancio del 2022 nero per le Borse: Piazza Affari ha bruciato 130 miliardi di euro di capitalizzazione*, Verità & Affari, 30 dicembre 2022

MEIANI A., RIZZI L., SABATINI D., *Guida ai minibond: strumenti innovativi per la finanza delle PMI*, Bancaria Editrice, Roma, 2015

MENEGHELLO M., *Trading, Borsa Italiana passa alla piattaforma di Euronext*, Il Sole24Ore, Milano, 5 aprile 2023

Mercato Euronext Growth Milan da record nei primi 8 mesi del 2023, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 30 agosto 2023

Minibond (Guida 2023): cosa sono e come funzionano le obbligazioni delle PMI, Articoli di finanza straordinaria di Finera, 26 gennaio 2023

MINOJA M., *La complessità nelle piccole e medie imprese: quali implicazioni per il rapporto con le banche*, Giappichelli, Torino, 2017

Modifiche al Regolamento dei Mercati. Ridenominazione dei mercati MTA e MIV, Comunicato Stampa di Borsa Italiana, 27 settembre 2021

Mot ed ExtraMOT. Le Obbligazioni e i Titoli di Stato: rendimento e protezione, Brochure Mot e Titoli di Stato di Borsa Italiana e London Stock Exchange Group, marzo 2014

Nasce AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale, Comunicato Stampa di Borsa Italiana, 26 gennaio 2012

Nel 2023 il mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana chiude con 33 IPO e 205 milioni di euro di capitali raccolti, 203 le società quotate al 31 dicembre 2023 (190 al 31 dicembre 2022) per una capitalizzazione di 8,2 miliardi di euro e circa 31 mila dipendenti, Comunicato stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 3 gennaio 2024

Osservatorio ESG EGM di IR Top Consulting: 54 le società Sustainable su Euronext Growth Milan al dicembre 2022 (28% del totale) per una capitalizzazione di 5,0 miliardi di euro, Comunicato Stampa di IR Top Consulting, Osservatorio PMI Euronext Growth Milan, 24 gennaio 2023

PAGANO M., *I teoremi di Modigliani-Miller: una pietra miliare della finanza*, Social Science Research Network, 22 maggio 2012

PALMUCCI F., *IPO underpricing: il prezzo della liquidità*, Banca Impresa Società, Rivista quadrimestrale, 2011

PAOLETTI A., *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, Rivista di Diritto Societario Giappichelli, 2017

PARONETTO P., *Per Piazza Affari un 2022 da dimenticare. FTSE MIB -12%, l'anno peggiore dal 2018*, Il Sole24Ore, Milano, 30 dicembre 2022

PIETROLUONGO M., *I mini-bond: caratteristiche e funzioni*, Ius in Itinere, Rivista Giuridica, 24 gennaio 2020

Pir, un sostegno all'economia italiana che migliora l'allocatione del risparmio, Articoli in PIR & Mercati Privati, Assogestioni, 31 ottobre 2018

Rapporto Cerved PMI 2023 Osservitalia: il ruolo del Public Procurement, Rapporti Cerved PMI, novembre 2023

Ricerca Equita-Bocconi: Italia indietro su contributo società quotate al PIL, Teleborsa, Sezione Economia La Stampa, 28 giugno 2023

ROMANO B., *Deutsche Börse rilancia su Euronext*, Il Sole24Ore, Milano, 20 giugno 2006

SCANNELLA E., *Profili teorici ed evidenze empiriche del rapporto banca-impresa. Un'indagine sul territorio*, FrancoAngeli Editori, Milano, 2016

SCOTTI M., *PMI Capital, la piattaforma per gli esordienti sull'AIM*, Articolo di Industria Italiana, 22 novembre 2017

TORRACCA P., *La SPAC: cos'è e perché sta riscuotendo successo*, Società & Tributi Week, Settimanale economico-giuridico, 21 marzo 2019

VALENTINI P., *Risparmio gestito, raccolta 2021 sui massimi dal 2017. I Pir tornano in attivo*, News di Milano Finanza, 17 febbraio 2022

VEGAS G., *Dall'unità ai giorni nostri: 150 anni di Borsa in Italia*, Pubblicazioni Consob, 22 aprile 2011

VENET C., *I tassi in salita deprimono i corsi azionari ma non le IPO*, EGM
Focus di BDO S.p.A., 30 settembre 2023

What does an Investor Relations Manager do?, Corporate Finance Institute
Team, 20 marzo 2021

SITOGRAFIA

<https://www.24plus.ilsole24ore.com>
<https://www.abccompany.it>
<https://www.adnkronos.com>
<https://www.almalaboris.com>
<https://www.associazioneir.it>
<https://www.assogestioni.it>
<https://www.assonime.it>
<https://www.azimutdirect.com>
<https://www.bancaditalia.it>
<https://www.bdo.it>
<https://www.bebeez.it>
<https://www.bluerating.com>
<https://www.borsaitaliana.it>
<https://www.cdpequity.it>
<https://www.consob.it>
<https://www.consob.it>
<https://www.corporatefinanceinstitute.com>
<https://www.corriere.it>
<https://www.creditgroup.it>
<https://www.economyup.it>
<https://www.euractiv.it>
<https://www.euronext.com>
<https://www.europarl.europa.eu>
<https://www.fianza.lastampa.it>
<https://www.finaera.it>

<https://www.finlombarda.it>
<https://www.fnlondon.com>
<https://www.ilsole24ore.com>
<https://www.industriaitaliana.it>
<https://www.istat.it>
<https://www.iusinitinere.it>
<https://www.lamiafinanza.it>
<https://www.larepubblica.it>
<https://www.lastampa.it>
<https://www.lseg.com>
<https://www.milanofinanza.it>
<https://www.mimit.gov.it>
<https://www.minibond.tv>
<https://www.mitsim.it>
<https://www.odcecperugia.it>
<https://www.osservatoriocrowdinvesting.it>
<https://www.osservatorio-egm.com>
<https://www.pmi.it>
<https://www.pminews.it>
<https://www.research.cerved.com>
<https://www.rivistadirittosocietario.com>
<https://www.societacontributiweek.it>
<https://www.startupitalia.eu>
<https://www.teleborsa.it>
<https://www.veritaeaffari.it>
<https://www.vocati.it>
<https://www.wolterskluwer.com>

RINGRAZIAMENTI

Desidero ringraziare tutti coloro che mi hanno aiutato nella stesura della tesi con suggerimenti, critiche ed osservazioni. A loro va la mia gratitudine, anche se a me spetta la responsabilità per ogni errore contenuto in questa elaborato.

Per prima cosa, vorrei ringraziare la professoressa Caterina Lucarelli per avermi concesso l'opportunità di svolgere la tesi di laurea magistrale riguardo una materia non strettamente collegata al mio ambito di studi universitari. La ringrazio anche per essere stata costantemente disponibile nel chiarire qualsiasi mio dubbio, per avermi fornito spunti fondamentali nella stesura di questo elaborato e per avermi indirizzato nei momenti di indecisione, dimostrando sempre grande professionalità.

Inoltre, desidero porgere i miei più sentiti ringraziamenti alla mia famiglia. In particolare, ringrazio i miei genitori, mio fratello e i miei nonni, che non hanno mai smesso di credere in me e mi hanno trasmesso la fiducia necessaria per raggiungere questo traguardo.

Vorrei ringraziare anche gli amici del "New ggg", per il loro incoraggiamento e per essere sempre stati al mio fianco. Le risate condivise e il loro sostegno morale hanno reso questo viaggio più sereno e leggero.

Infine, ringrazio i miei colleghi di lavoro dell'Arte della Pizza che mi hanno offerto supporto durante i periodi più intensi di studio. È grazie a loro se il mio lavoro part time, più che un lavoro, è diventato un momento spensierato per "staccare il cervello" dallo studio.