

Spett.le **Ministero dell'Economia e delle Finanze**
Via Venti Settembre, 97 - 00187 Roma
Via e-mail: mercatiperlacrescita@mef.gov.it

Alla c.a. della Direzione V (ex IV) - Regolamentazione e Vigilanza del Sistema Finanziario del Dipartimento del Tesoro

Milano, 14 marzo 2022

Oggetto: Consultazione pubblica con riferimento al Libro Verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita"

Illustre Presidente,
Spett.li Segreterie Tecniche,

IR Top Consulting, IPO Partner di Borsa Italiana, società di consulenza specializzata nell'Advisory sui Capital Markets per la quotazione delle PMI Italiane, dal 2001 ha sviluppato una solida competenza sul mercato Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) e un ampio *track record* sui processi di IPO e nei sistemi di reporting per gli investitori istituzionali Small-Mid Cap.

Ringraziando per l'opportunità di confronto concessa, sottoponiamo alla Vostra attenzione le nostre considerazioni in relazione al Libro Verde in oggetto.

Nello specifico, alla luce dell'esperienza da noi maturata, si prenderà posizione e si forniranno degli spunti pratici con riferimento alle prime due aree tematiche di intervento identificate nel Libro Verde e che si ritengono di primaria importanza per favorire un avvicinamento tra le imprese e il mercato dei capitali.

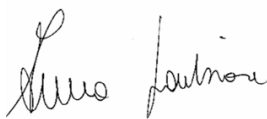
Più nel dettaglio, il presente documento si comporrà di tre aree, le prime due seguiranno lo stesso ordine utilizzato nel Libro Verde, la terza quale chiosa finale ha la finalità di condividere ed esaminare i dati relativamente alle quotazioni nel mercato Euronext Growth Milan:

1. con riferimento alla facilitazione del processo di listing e alla permanenza sul mercato Euronext Growth Milan della società quotata, si proporranno misure pratiche con le seguenti finalità: (i) la prima volta a supportare l'accesso al mercato dei capitali, attraverso la previsione di un incentivo fiscale sui costi di quotazione; (ii) la seconda, volta a ridurre oneri di trasparenza al mercato con specifico riferimento alle PMI quotate, (iii) la terza finalizzata ad eliminare i casi di *gold-planting* italiani che costituiscono eccezioni nel confronto europeo;
2. relativamente all'incoraggiamento alla partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori, si proporrà una specifica incentivante per gli investimenti in "PMI innovative";
3. a chiusura per avvalorare l'importanza e i benefici sull'economia italiana di un maggior numero di quotazioni, si esamineranno i dati relativi al mercato Euronext Growth Milan raccolti dall'Osservatorio PMI Euronext al fine di diffondere i dati raccolti sensibilizzando circa l'importanza di valorizzare il patrimonio aziendale italiano.

Restiamo a disposizione per ulteriori chiarimenti o informazioni e porgiamo cordiali saluti.

Dott.ssa Anna Lambiase, Amministratore Delegato

IR Top Consulting



1) *Facilitazione del processo di listing e della permanenza sul mercato Euronext Growth Milan di società quotate*

IR Top Consulting concorda sull'importanza di razionalizzare la procedura di ammissione delle società alla quotazione, eliminando tutte le sovrapposizioni di adempimenti e la duplicazione di oneri, intervenendo ove necessario con modifiche mirate alla normativa. Si condividono in linea di massima, tutte le proposte volte a semplificare gli adempimenti a cura degli emittenti, ivi incluso quello di predisporre un KID in forma standardizzata, per i prodotti emessi da imprese non finanziarie (es. diritti di opzione e warrant connessi alle operazioni di aumento di capitale). Nell'ambito della consultazione in corso si ritiene opportuno concentrarsi su alcuni aspetti che rientrano in questa prima macroarea ma che non sono direttamente ricompresi nel Libro Verde.

1.1. Proposta di proroga permanente del Credito di Imposta sui Costi di quotazione

Come indicato nel Libro Verde, la Commissione Europea ha individuato tra i fattori che maggiormente scoraggiano l'accesso ai mercati alle PMI, gli eccessivi costi di quotazione.

Questa problematica oggettiva potrebbe essere mitigata attraverso una proroga permanente del Credito di Imposta sul 50% dei costi di consulenza sostenuti per la quotazione in Borsa delle PMI (CDI), introdotto con la Legge di Bilancio 2018 (Legge 27 dicembre 2017, n. 205).

Infatti, simile previsione ha agevolato l'accesso delle imprese al mercato dei capitali, attraverso lo stanziamento complessivo di 80 milioni di Euro, prevedendo un rimborso massimo pari a 500 mila Euro ad azienda per le ammissioni del triennio 2018-2020, destinato a PMI italiane secondo la definizione dell'Unione Europea, che si quotano sui mercati regolamentati e non regolamentati in Italia e in Europa.

La misura si è basata sull'analisi empirica sui costi di IPO e sulla stima degli impatti occupazionali derivanti dalla quotazione realizzata dall'Osservatorio PMI Euronext, centro specializzato di ricerca finanziaria dell'ufficio studi di IR Top Consulting, dedicato al mercato Euronext Growth Milan (ex AIM Italia).

Il Credito di Imposta sulle spese di consulenza relative alla quotazione delle PMI riguarda i costi che l'Emittente sostiene per il processo e che possono essere raggruppati in due macrocategorie: costi fissi di advisory e costi variabili di collocamento. I costi fissi sono espressi in funzione della struttura, dimensione e della complessità aziendale e includono, tra le altre, tutte le consulenze specifiche necessarie per valutare la fattibilità di IPO e supportare la società nel processo tra cui: costi di Advisory finanziario, due diligence fiscale, legale finanziaria e di business, gestione della comunicazione finanziaria e IR, Listing fee e costi di dematerializzazione dei titoli.

La Legge di Bilancio 2021 (legge 30 dicembre 2020, n. 178) ha prorogato il Credito di Imposta sul 50% dei costi di consulenza sostenuti per la quotazione in Borsa delle PMI fino al 31 dicembre 2021, stanziando complessivi Euro 30 milioni di Euro, per un importo massimo di 500mila Euro ad azienda. La Legge di Bilancio 2022 ha prorogato il Credito di Imposta sul 50% de costi di consulenza sostenuti per la quotazione in Borsa delle PMI fino al 31 dicembre 2022, stanziando 5 milioni di euro complessivi, per un importo massimo di 200 mila euro a singola azienda.

Il CDI ha rappresentato la forma di incentivo a favore dell'impresa più adatta al modello di mercato azionario per le sue caratteristiche di immediata comprensione e facilità di implementazione. Secondo l'Osservatorio PMI Euronext di IR Top Consulting, la misura ha fornito una spinta significativa per le quotazioni sul mercato Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) che ha registrato, da gennaio 2018 ad oggi, 125 nuove IPO. L'incremento delle quotazioni sul mercato azionario potrebbe essere determinante nell'agevolare la crescita del PIL del nostro Paese.

Per poter supportare in maniera sostenibile la domanda dei Piani Individuali di risparmio (PIR) e la loro efficacia come strumento di risparmio, anche alla luce della loro revisione nella modalità tradizionale e della recente introduzione della versione PIR alternativi, diventa prioritario stimolare l'offerta, richiamando alla quotazione un numero di società sempre più cospicuo, ampliando l'universo investibile, con una logica di crescita sana e sostenibile, affinché possano maturare in termini di volume d'affari e di occupazione dopo la quotazione.

Nell'ottica di incentivare il ricorso al capitale equity, **proponiamo la proroga permanente dell'incentivo fiscale introdotto dalla legge 2017, n. 205 e prorogato con la legge 2020, n. 178.** Relativamente all'importo stanziato, sulla

base dell'utilizzo effettivo da parte delle imprese, pari a circa 28 milioni di euro nel triennio 2018-2020 da parte di circa 70 PMI, è possibile ipotizzare e proporre un ammontare complessivo pari a 20 milioni di euro annui.

La proroga permanente del Credito d'Imposta sui costi di IPO consentirebbe un maggiore incentivo per la quotazione delle società e per la diffusione della cultura del mercato dei capitali, permettendo una canalizzazione efficace della liquidità dei fondi, anche PIR, con importanti riflessi sul rilancio del nostro Paese e sulla crescita economica oltre che sulla qualità della struttura finanziaria delle imprese italiane.

1.2. Proposta di razionalizzazione dell'applicazione della normativa anche con riferimento al sistema sanzionatorio

Nel Libro Verde viene identificato come ulteriore elemento critico per gli emittenti, il sostenimento di costi di compliance eccessivi, per assicurare piena trasparenza al mercato.

Ad esempio, per gli emittenti il doversi conformare a quanto disciplinato nel Regolamento (UE) n. 596/2014 (il c.d. "MAR") che trova attuazione sia nei mercati regolamentati, sia negli MTF (come appunto Euronext Growth Milan), sia infine negli OTF, ha un peso assai diverso in base al mercato di appartenenza della società dal momento che questi mercati ricomprendono al proprio interno società di dimensione, capitalizzazione e fatturato assai variegati.

Emerge in particolare, nell'ambito della disciplina repressiva del MAR, un aspetto che dovrebbe sicuramente essere considerato e che richiede agli Stati membri attraverso le singole autorità competenti di imporre le sanzioni amministrative specifiche in caso di violazioni delle norme del MAR.

Con il Decreto Legislativo 10 agosto 2018, n. 107 (in G.U. n. 214 del 14-09-2018) il Governo, in attuazione alla Legge delega n. 163 del 2017, ha adeguato la disciplina nazionale in tema di abuso del mercato alle disposizioni contenute nel MAR. In parallelo all'applicazione del regolamento MAR, il sanzionamento è stato quindi integrato nella legislazione locale tramite la Direttiva (2014/57/UE), c.d. "MAD II".

È importante far emergere che in questo scenario solo alcune sanzioni sono fissate in una percentuale del fatturato della società. Si propone di prevedere per tutte le sanzioni relative agli abusi di mercato, la previsione di una razionalizzazione, prevedendo un sistema sanzionatorio più proporzionato (ad esempio con la previsione di una percentuale del fatturato) che eviti il *worst* scenario rappresentato dal delisting della società.

1.3. Eliminazione dei casi di *gold-planting* che rendano più difficile la permanenza della società sul mercato

Lo stesso Libro Verde ha individuato la necessità di superare alcune misure di *gold-planting*, come quella di estensione delle comunicazioni di *internal dealing* agli azionisti rilevanti che emerge come una peculiarità italiana. Proprio in quest'ottica IR Top Consulting vuole offrire il proprio contributo, avendo recentemente condotto uno studio da cui è emerso un caso di *gold-planting* italiano rispetto alla disciplina europea che può costituire un ostacolo o una difficoltà per le società con riferimento alla loro permanenza sul mercato.

L'Osservatorio PMI Euronext di IR Top Consulting ha condotto, a seguito del completamento dell'operazione di acquisizione del gruppo Borsa Italiana da parte di Euronext, uno studio comparato tra Euronext Growth Milan ed Euronext Growth Paris (mercati di crescita per le PMI), da cui è emerso che al 31 dicembre 2021 il numero di società quotate nel medesimo segmento a Milano era pari a 174, mentre a Parigi 244, questa differenza è dovuta ad alcune discrepanze che regolano l'universo delle sedi di negoziazioni nei due paesi (mentre nei mercati regolamentati c'è una maggiore omogeneità di regimi).

In particolare, a livello italiano vi è un elemento di diversificazione rinvenibile nella prassi, più o meno marcata, delle società che accedono alle sedi di negoziazione "alternative", di incorporare nei propri statuti ulteriori previsioni, su base volontaria.

Ciò avviene, di norma, al fine di incrementare la virtuosità delle regole di governance della società, nel senso della tutela della corretta ed efficace gestione, delle minoranze e degli stakeholders interessati. Si pensi, a titolo esemplificativo, alle disposizioni presenti in numerosi statuti di emittenti italiani con azioni negoziate su Euronext Growth Milan in materia di OPA (rendendo applicabili parti della disciplina di legge non menzionate dal regolamento del gestore del mercato) e di voto di lista per l'elezione dei membri degli organi sociali (applicabile ai sensi di legge alle sole società con azioni quotate in mercati regolamentati e non menzionato dal regolamento del gestore del mercato).

In presenza di previsioni statutarie di questo genere, gli emittenti adottano un approccio di cd. *gold-planting* rispetto alle regole esogene – di legge (primaria e secondaria) e contenute nel regolamento della sede di negoziazione – così da avvicinarsi ulteriormente, in concreto, alle società con azioni quotate in mercati regolamentati.

In una diversa prospettiva, le diversità che trovano un'origine negli statuti degli emittenti contribuiscono alla frammentazione del panorama di mercato, specie in un contesto nel quale la regolazione esogena è piuttosto ampia e penetrante. Proprio in questo senso sarebbe apprezzabile e indubbiamente utile la forza uniformatrice di un codice di corporate governance (cosa che, con riferimento alle PMI, avviene in Francia ma non nel quadro nazionale).

2) Favorire l'accesso degli investitori al mercato: previsione di una specifica incentivante per gli investimenti in "PMI innovative"

Con specifico riferimento alla seconda macro-area individuata nel Libro Verde, ovvero favorire le partecipazioni degli investitori, si ritiene che ci sia un settore che andrebbe più valorizzato ed è rappresentato dalle "PMI innovative".

Fin dalla loro introduzione nel 2015, le stesse hanno trainato molto il mercato in termini di liquidità e rappresentano un importante nucleo di imprese che contribuiscono allo sviluppo innovativo del Paese. Queste, costituiscono il secondo stadio evolutivo delle startup innovative cd. mature e pronte alla fase di crescita consolidata. Con il decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34 (cd. Decreto "Rilancio") sono state introdotte ulteriori misure per il rafforzamento e sostegno dell'ecosistema Startup/Pmi. In aggiunta con il Regolamento "*de minimis*" (Regolamento (UE) n. 1407/2013 della Commissione del 18 dicembre 2013) ed il successivo Decreto interministeriale del 28 dicembre 2020 è stato disciplinato l'incentivo fiscale *de minimis* che prevede una detrazione IRPEF del 50% destinata alle persone fisiche che investono nel capitale di rischio di startup innovative o PMI innovative. Manca nel Libro Verde qualsivoglia riferimento a questo segmento di società e a possibili interventi fiscali *ad hoc*.

3) Analisi quantitativa del mercato Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) e dei benefici sull'economia nazionale a seguito dell'introduzione dei PIR e del Credito di Imposta sui costi di quotazione

Proprio perché si ritiene essenziale diffondere una maggiore cultura dell'Equity Capital Markets a livello nazionale, si offre di seguito un esame dei dati che mostrano gli effetti positivi sul mercato a seguito della crescita di investimenti sul mercato azionario.

Euronext Growth Milan (ex AIM Italia): lo strumento di finanza alternativa dedicato alle PMI

Il mercato Euronext Growth Milan (ex AIM Italia), il listino di Borsa Italiana dedicato alle PMI ad alto potenziale di crescita, lanciato nel 2009, si caratterizza per un processo di quotazione semplificato, con minori requisiti in fase di ammissione e adempimenti informativi post quotazione; rappresenta una valida fonte di finanziamento e un acceleratore dei progetti di crescita e competitività delle PMI. Il mercato ha confermato il suo ruolo centrale nel favorire lo sviluppo e l'internazionalizzazione delle PMI. Il binomio Piani Individuali di Risparmio e Credito di Imposta per i costi di quotazione ha favorito negli ultimi anni l'accesso delle PMI al mercato per finanziare progetti di crescita, come concreta alternativa al tradizionale canale bancario, nonché il miglioramento della liquidità e l'ingresso di nuovi investitori specializzati, in particolare PIR Compliant.

Le società che hanno scelto la quotazione riconoscono al mercato un'opportunità che si è concretizzata nella grande

visibilità ottenuta sia a livello nazionale che internazionale, che ha permesso di rafforzare il proprio standing con la possibilità di accedere a nuova finanza, continuando a mantenere il controllo della propria azienda.

In particolare, attraverso la quotazione su Euronext Growth Milan le PMI:

- ottengono nuovi capitali per implementare i piani industriali;
- migliorano la percezione esterna del proprio brand;
- aumentano la forza contrattuale nei confronti di clienti e fornitori;
- rafforzano lo standing aziendale attraverso il ritorno mediatico;
- colgono opportunità per espandere il business in nuovi mercati;
- accelerano i processi di internazionalizzazione ed M&A.

Il raggiungimento di questi vantaggi di IPO avviene per le PMI mantenendo la propria autonomia decisionale e gestionale. È ricorrente la percezione che la quotazione su Euronext Growth Milan sia l'occasione per riflettere e affinare le strategie, misurare i risultati, conoscere e approfondire l'analisi degli scostamenti a budget e imparare a dialogare con gli investitori.

Impatto di Euronext Growth Milan sull'economia nazionale: effetto combinato Credito di Imposta sui costi di quotazione (CDI) e PIR

Dalle analisi dell'Osservatorio PMI Euronext di IR Top Consulting emerge un impatto economico positivo della quotazione su Euronext Growth Milan per le PMI, che si conferma il principale canale di raccolta di capitali per la crescita delle PMI: dal 2009 ad oggi ha accolto oltre 230 società (compresi passaggi su MTA e delisting) e la raccolta in IPO è stata pari a oltre 4,7 miliardi di euro.

Analizzando l'effetto combinato PIR-CDI:

- le società quotate sono aumentate del 126%, passando da 77 al 31 dicembre 2016 a 174 al 31 dicembre 2021, incrementando l'eterogeneità settoriale e territoriale delle PMI quotate;
- la capitalizzazione al 31 dicembre 2021 è pari a circa 11,5 miliardi di Euro (+296% rispetto al 2,9 miliardi di Euro al 31 dicembre 2016);
- il giro d'affari complessivo nell'anno fiscale 2020 delle 144 società quotate al 1° giugno 2021 è pari a 4,9 miliardi di euro (3,5 miliardi di euro nell'anno fiscale 2015 per le società quotate al 31 dicembre 2016).

Euronext Growth Milan: nel 2019 il principale MTF europeo per numero di IPO

Come emerge dalle evidenze dell'Osservatorio PMI, il Credito di Imposta sui costi di quotazione ha stimolato e accelerato le quotazioni su Euronext Growth Milan.

Dopo le 26 IPO registrate nel 2018, il mercato EGM è diventato nel 2019 il primo hub finanziario europeo - tra i mercati non regolamentati - per numero di nuove quotazioni, con il 26% del totale delle quotazioni degli MTF, segnando in Italia un nuovo record con 31 società. Nel 2020 Euronext Growth Milan ha registrato 21 nuove IPO, nonostante gli effetti dell'emergenza Covid-19. Il 2021 evidenzia un anno record con 44 nuove IPO.

Euronext Growth Milan si è rivelato negli anni un mercato più dinamico rispetto al mercato principale contribuendo, nel periodo 2017-2021 con 146 nuove quotazioni rispetto alle 22 quotazioni del listino Euronext Milan (ex MTA).

IPO (al 31 dicembre 2021)	2017	2018	2019	2020	2021	2017-2021
Euronext Growth Milan	24	26	31	21	44	146
Euronext Milan	7	5	4	1	5	22
Totale	31	31	35	22	49	168

Fonte: Osservatorio PMI – Equity Capital Markets

Euronext Growth Milan: il principale canale di raccolta di capitali per la crescita delle PMI

Gli incentivi fiscali sui costi di quotazione per le PMI costituiscono elemento di traino alle nuove quotazioni permettendo alle società di godere di uno sconto del 50% su tutti i costi di consulenza legati al processo. Alla luce delle

condizioni vantaggiose di contesto, la quotazione su Euronext Growth Milan si configura come lo strumento finanziario più efficace per raccogliere capitale in equity a sostegno di tutte le società che vogliono svilupparsi in Italia e all'estero e ampliare la propria quota di mercato, investendo in innovazione e tecnologia.

Secondo l'Osservatorio PMI Euronext, la raccolta di capitali in IPO nel 2021 è stata pari a 844 milioni di Euro, in significativa crescita rispetto a 287 milioni di Euro nel 2020 e 207 milioni di Euro nel 2019.

Euronext Growth Milan: volano per la crescita economica e dell'occupazione

Dall'analisi dell'Osservatorio PMI di IR Top Consulting (edizione luglio 2021) emerge, nonostante il contesto sfidante generato dalla pandemia Covid-19, un significativo trend di crescita dei risultati economico-finanziari per le società quotate su Euronext Growth Milan al 1° giugno 2021: le 144 società hanno realizzato nel FY 2020 un volume d'affari complessivo pari a circa Euro 4,86 miliardi, in crescita del +3% rispetto al 2019.

L'identikit della società quotata Euronext Growth Milan presenta i seguenti dati medi nel FY 2020:

- Ricavi pari a 35,7 milioni di euro;
- EBITDA pari a 4,8 milioni di euro;
- EBITDA margin pari all'11,3%.

Tali società offrono lavoro a circa 19.600 dipendenti, segnando un impatto occupazionale del +23% rispetto al 2019 e del +62% rispetto alla data di IPO. Lo status di società quotata richiama l'interesse di talenti a tutti i livelli, che possono maturare un percorso di crescita di competenze. Attraverso la quotazione non realizza soltanto una singola opportunità di crescita ma è parte dell'ingranaggio per la crescita futura del tessuto economico.

In conclusione, IR Top Consulting supporta la finalità del Libro Verde e l'intenzione di ammodernare il quadro regolamentare e le prassi di mercato, con le indicazioni sopra esposte.

Da ultimo, quale allegato alla presente si riporta la VII Edizione dell'Osservatorio AIM Italia, pubblicato nel luglio 2021. Si segnala che a seguito del completamento dell'operazione di acquisizione del gruppo Borsa Italiana da parte di Euronext, l'Osservatorio AIM ha modificato la propria denominazione in Osservatorio PMI Euronext, mantenendosi in Italia lo studio di riferimento del mercato per le istituzioni finanziarie e gli operatori qualificati.

All'interno dell'ultima versione pubblicata, oltre all'esame analitico dei dati vi sono diversi spunti interessanti di riflessione relativamente alla promozione dell'Equity Capital Markets, che fuoriescono dal Libro Verde, ma che rappresentano dei principi sempre validi ed attuali.

Il documento è suddiviso nelle seguenti macro-aree:

- *overview* sul mercato e risultati economici 2020-2021;
- i trend del mercato;
- evoluzioni normative;
- integrazione Borsa Italiana-Euronext: nuove prospettive di mercato;
- liquidità del mercato e gli investitori;
- trasparenza, informativa societaria e prassi di *disclosure*;
- benefici della quotazione su AIM, il mercato di Borsa Italiana (Euronext Group);
- potenziali fattori di successo del mercato.