



Università LUISS Guido Carli

Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea in Economia e Management

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

Tesi di Laurea Triennale

**IPOs e delistings: il ruolo di Euronext Growth Milan
nella crescita delle PMI italiane**

Relatore:

Prof.ssa Antonella Trocino

Candidato:

Vittorio Vergari

Anna accademico 2023-2024

Indice

Introduzione.....	1
1. Struttura delle PMI in Italia e confronto in Europa	2
1.1 Panoramica delle piccole e medie imprese in Italia	2
1.1.1 Classificazione delle imprese in micro, piccole, medie e grandi.....	2
1.1.2 Stato dell'arte: "Impese" nell'Annuario Statistico Italiano 2023	3
1.1.3 Performance economica a seguito della crisi pandemica	5
1.1.4 Liquidità, stabilità finanziaria e merito creditizio	7
1.1.5 Accesso al credito e il canale bancario per le PMI	8
1.2 Confronto tra l'ecosistema imprenditoriale italiano e quello europeo	10
1.2.1 Le piccole e medie imprese in Europa: un confronto tra Italia e Germania	10
1.2.2 Punti di forza e di debolezza delle PMI italiane	12
2. Il mercato dei capitali in Italia ed Europa	14
2.1 Borsa Italiana e differenze con altri Paesi europei	14
2.2 Il mercato dei capitali europeo ed il confronto con gli Stati Uniti	15
2.3 L'iniziativa europea per un mercato dei capitali unico	17
2.4 Il segmento dedicato alle PMI: Euronext Growth Milan.....	19
3. Euronext Growth Milan: analisi delle performance.....	21
3.1 Le PMI quotate: rapporto EGM 2023.....	21
3.2 Problemi di liquidità, quotazioni a sconto e il fenomeno dei delisting	24
3.3 Le IPOs su EGM nel 2022	27
3.3.1 Processo e funzionamento delle Initial Public Offerings	27
3.3.2 Analisi delle performance delle società ammesse su EGM nel 2022	32
3.4 I delistings da EGM nel 2022.....	36
3.4.1 Processo e funzionamento dei delistings e delle OPA	36
3.4.2 Analisi delle performance delle società delistate da EGM nel 2022	38
Conclusione	40
Bibliografia.....	41

Introduzione

La presente ricerca nasce dalla volontà di esaminare in profondità il ruolo del mercato dei capitali in Italia nel promuovere la crescita delle piccole e medie imprese, che rappresentano il cuore pulsante del tessuto imprenditoriale nazionale. In particolare, il lavoro si concentra sul segmento di Borsa Italiana dedicato a queste imprese – Euronext Growth Milan– analizzandone le caratteristiche, le vulnerabilità strutturali e i fenomeni più recenti.

A corredo dello studio del segmento EGM, la ricerca include un'analisi empirica che esamina l'evoluzione delle 22 società che hanno deciso di quotarsi su EGM nel 2022, analizzando i loro bilanci per gli anni 2021, 2022 e 2023, oltre a diverse metriche di mercato. Contestualmente, lo studio approfondisce anche il caso delle 10 società che hanno effettuato un delisting nello stesso anno, esplorando le ragioni e le conseguenze di tale scelta.

L'obiettivo è comprendere l'evoluzione di indicatori chiave come ricavi, EBITDA e utile netto, valutando in che misura la quotazione in borsa possa facilitare il successo delle PMI e cosa accade successivamente al delisting, spesso legato a operazioni di acquisizione.

La ricerca è articolata in tre capitoli: il primo è dedicato allo studio e all'analisi delle PMI in Italia, il secondo al mercato dei capitali italiano ed europeo, mentre il terzo presenta l'analisi del segmento EGM e i risultati dello studio empirico sui casi di listing e delisting

In particolare, il primo capitolo analizza il tessuto imprenditoriale italiano a livello settoriale e geografico, partendo dai dati dell'ISTAT, per poi soffermarsi sulle performance economico-finanziarie aggregate delle PMI nel nostro Paese a seguito della crisi pandemica. Vengono esaminati l'evoluzione del numero di PMI, il loro fatturato, il tasso di occupazione e il valore aggiunto creato. Inoltre, il capitolo contiene un'analisi sulla stabilità finanziaria delle PMI italiane e sul loro merito creditizio ed un paragrafo dedicato al rapporto tra PMI e sistema bancario, che approfondisce le opportunità di accesso al credito delle PMI. Il capitolo, si conclude con un confronto tra le PMI italiane e quelle europee, in particolare quelle tedesche.

Il secondo capitolo fornisce una panoramica sul mercato dei capitali in Italia, offrendo una prospettiva globale grazie al confronto tra il nostro sistema e quello europeo ed americano, per poi analizzare le ragioni del limitato sviluppo del mercato dei capitali in Italia e in Europa rispetto agli Stati Uniti. Partendo da questi spunti, viene inoltre esaminato il quadro normativo delle iniziative europee volte ad approfondire ed unificare il mercato dei capitali in Europa. Infine, il capitolo presenta le peculiarità del segmento EGM che lo rendono particolarmente adatto alla quotazione delle PMI.

Il terzo capitolo, il più ampio, rappresenta il fulcro della ricerca ed offre un'analisi approfondita di Euronext Growth Milan, delle performance delle aziende quotate su questo segmento nel 2023 e delle recenti criticità che lo affliggono. Dopo aver spiegato il funzionamento delle IPO e dei delisting, il capitolo presenta i risultati dell'analisi empirica dei 22 casi di listing e dei 10 casi di delisting nel 2022 su EGM.

La ricerca si conclude presentando delle proposte di policy discusse a livello nazionale ed Europeo volte a migliorare l'efficienza e la competitività del mercato dei capitali in Italia ed in Europa.

Capitolo 1

Struttura delle PMI in Italia e confronto in Europa

1.1 Panoramica delle piccole e medie imprese in Italia

1.1.1 Classificazione delle imprese in micro, piccole, medie e grandi

Per introdurre efficacemente una panoramica sulle piccole e medie imprese (PMI) in Italia, è fondamentale definire chiaramente i criteri utilizzati per classificarle. Generalmente, la categorizzazione delle imprese si basa su parametri dimensionali che comprendono il numero di dipendenti, il fatturato ed il totale di bilancio. Secondo la definizione di PMI della Commissione Europea¹ (a seguito dell'innalzamento del 25% circa dei criteri patrimoniali dovuto alla direttiva delegata 2023/2775/UE² a seguito della forte inflazione registrata negli anni 2021/2022) le imprese sono suddivise in quattro categorie principali:

- Le microimprese sono definite come imprese con un numero medio di dipendenti inferiore a 10 e che realizzano un fatturato annuo non superiore a 900 mila euro e un totale dello stato patrimoniale non superiore a 450 mila euro.
- Le piccole imprese sono definite come imprese con un numero medio di dipendenti inferiore a 50 e che realizzano un fatturato annuo non superiore a 10 milioni di euro oppure un totale dello stato patrimoniale non superiore a 5 milioni di euro.
- Le medie imprese sono definite come imprese con un numero medio di dipendenti inferiore a 250 e che realizzano un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro oppure un totale dello stato patrimoniale non superiore a 25 milioni di euro.
- Le grandi imprese sono definite come imprese con un numero medio di dipendenti maggiore a 250 e che realizzano un fatturato annuo superiore a 50 milioni di euro oppure un totale dello stato patrimoniale superiore a 25 milioni di euro.

Si noti come per essere considerata una PMI sia obbligatorio soddisfare il criterio del numero di effettivi ma viene rimesso all'iniziativa di ogni impresa la scelta di soddisfare il criterio del fatturato o il criterio del totale di bilancio. L'impresa non deve soddisfare entrambi i requisiti per essere identificata come PMI ma può mantenere la sua qualifica pur superando una delle due soglie. Viene offerta questa possibilità di scelta poiché, ad esempio, il fatturato delle imprese che operano nel settore del commercio e della distribuzione è più elevato di quelle del settore manifatturiero. L'opportunità di scegliere tra questo criterio e quello del patrimonio consente di trattare in modo equo le PMI che svolgono diversi tipi di attività economica.

Inoltre, è importante sottolineare come diverse istituzioni adottano diverse definizioni di PMI. Ad esempio, l'ISTAT esclude le microimprese dalla categoria delle PMI, mentre organizzazioni europee come la Banca Centrale Europea o la Commissione Europea, ma anche organizzazioni internazionali come l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), le includono. Nel corso di capitolo, presentando vari dati e statistiche, si specificherà di volta in volta a quali categorie si sta facendo riferimento.

¹ Commissione Europea (2020), *Raccomandazione 2003/361 e Guida dell'utente alla definizione di PMI*.

² Commissione Europea (2023), *Direttiva Delegata (UE) 2023/2775 Della Commissione*.

1.1.2 Stato dell'arte: "Impese" nell'Annuario Statistico Italiano 2023³

Per comprendere appieno lo stato attuale delle piccole e medie imprese in Italia, è fondamentale esaminare i dati forniti dall'ISTAT nell'Annuario Statistico Italiano 2023. Questo report fornisce una panoramica dettagliata delle imprese attive sul territorio nazionale al 2021.

Secondo i dati più recenti disponibili, il numero totale di imprese registrate in Italia raggiunge la cifra di 4 milioni e 462 mila, impiegando 17 milioni e 617 mila lavoratori. La stragrande maggioranza di queste imprese, pari all'80%, opera nel settore dei servizi, il quale rappresenta anche il 68,3% della forza lavoro totale.

Analizzando la distribuzione geografica delle imprese, emerge che le regioni più industrializzate sono la Lombardia al primo posto e il Lazio secondo classificato, vantando rispettivamente il 18,5% e il 10,1% di imprese presenti sul territorio nazionale. In termini di occupazione, queste stesse regioni si confermano come i principali poli economici del Paese, con il 24,3% e il 10,6% degli addetti.

Valori Assoluti				
Classe di addetti	Imprese	Valore aggiunto (€ mln)	Addetti	Investimenti Fissi (€ mln)
0-9	4.047.293	197.753	7.269.701	13.070
10-49	179.330	143.449	3.219.217	15.320
50-249	22.601	134.415	2.203.260	20.506
250 e oltre	4.055	263.390	3.902.790	41.294
Totale	4.253.279	739.007	16.594.968	90.189

Composizioni percentuali				
Classe di addetti	Imprese	Valore aggiunto	Addetti	Investimenti Fissi
0-9	95,2	26,8	43,8	14,5
10-49	4,2	19,4	19,4	17,0
50-249	0,5	18,2	13,3	22,7
250 e oltre	0,1	35,6	23,5	45,8
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Istat (2023), *Annuario Statistico Italiano 2023*

Le tabelle sopra riportate offrono una panoramica dettagliata dei dati sulle imprese in base al numero di addetti impiegati al 2020. Ben il 95,2% delle imprese in Italia contava meno di 10 dipendenti. Queste microimprese hanno contribuito a generare oltre un quarto del valore aggiunto nazionale ed hanno occupato quasi il doppio degli addetti rispetto alle grandi imprese, ma hanno contribuito solo per il 14,5% agli investimenti fissi. Il valore aggiunto aziendale rappresenta il contributo al PIL, ovvero, l'incremento di valore che l'attività dell'impresa apporta ai beni e servizi ricevuti da altre aziende mediante l'impiego dei propri fattori produttivi ed è ottenuto sottraendo l'ammontare dei costi totali ai ricavi totali.

Le piccole imprese, con un organico compreso tra 10 e 49 dipendenti, costituivano il 4,2% del totale delle imprese italiane. Nonostante la loro minore numerosità, queste aziende hanno contribuito al 19,4% del valore aggiunto complessivo e hanno impiegato circa il 20% della forza lavoro totale.

³ Istat (2023), *Annuario Statistico Italiano 2023*

Le medie imprese, con un organico compreso tra 50 e 249 dipendenti, ammontavano a circa 22.000 in Italia nel 2020. Nonostante il loro numero relativamente limitato, queste aziende hanno generato l'18,2% del valore aggiunto aziendale, impiegando il 13,3% della forza lavoro complessiva. Le medie imprese si distinguono per un maggiore impegno negli investimenti fissi rispetto alle imprese piccole e alle microimprese, investendo complessivamente 20,5 miliardi di euro rispetto ai 15,3 delle piccole imprese e i 13 delle microimprese. Gli investimenti fissi rappresentano gli acquisti di beni materiali durevoli effettuati da un'impresa nell'esercizio, comprendenti macchine, impianti, attrezzature, mobili, mezzi di trasporto, costruzioni e fabbricati, terreni e l'incremento di capitali fissi per lavori interni.

Le circa 4.000 grandi imprese italiane hanno impiegato circa 4 milioni di lavoratori (il 23,5% del totale), generando ben 263,4 miliardi di euro di valore aggiunto aziendale, corrispondente a più di un terzo del totale. È significativo notare come solo allo 0,1% delle imprese italiane, ovvero quelle di grandi dimensioni, sia da attribuire il 45,8% degli investimenti fissi nel nostro Paese.

La produttività del lavoro mostra una tendenza a crescere all'aumentare delle dimensioni aziendali, evidenziando un ruolo significativo delle economie di scala. Nelle microimprese, la produttività è registrata a 27,2 mila euro (misurata dal valore aggiunto per addetto), mentre raggiunge i 67,5 mila euro nelle grandi imprese. Dalle statistiche si nota come anche i costi del lavoro crescono notevolmente in base alle dimensioni aziendali: le grandi imprese sostengono un costo medio di 43,2 mila euro per dipendente, significativamente superiore ai circa 21,8 mila euro delle microimprese.

Uno studio condotto da PwC nel 2022⁴ sulle PMI italiane (senza considerare le microimprese) rivela che il settore manifatturiero rappresenta il pilastro principale dell'attività delle PMI italiane, con il 33,9% delle imprese operanti in questo ambito, il quale genera il 36,5% dei ricavi complessivi. Al secondo posto si colloca il settore Wholesale & Retail nel quale operano il 20,4% contribuendo al 31,4% dei ricavi totali. Emergono dati interessanti riguardanti anche altri settori, in particolare Accommodation and Food e Energy and Gas. Nonostante il 14,4% delle PMI italiane operi nel settore dell'ospitalità e della ristorazione (terzo settore più diffuso tra le PMI), questo settore contribuisce solo al 2,7% dei ricavi complessivi. Al contrario, sebbene solo lo 0,3% delle imprese sia impiegato nel settore dell'elettricità, quest'ultimo contribuisce al 10,4% dei ricavi totali, ottenendo così il terzo posto per contribuzione ai ricavi complessivi, nonostante la presenza limitata di imprese in questo settore. Il Rapporto Regionale PMI 2023⁵ offre un ulteriore dettaglio settoriale/regionale delle PMI dal quale emerge che, nell'ambito dell'industria manifatturiera, a guidare sono nell'ordine la meccanica, la lavorazione dei metalli e il sistema moda.

⁴ PwC (2024), *The Italian specialized credit market for SMEs*

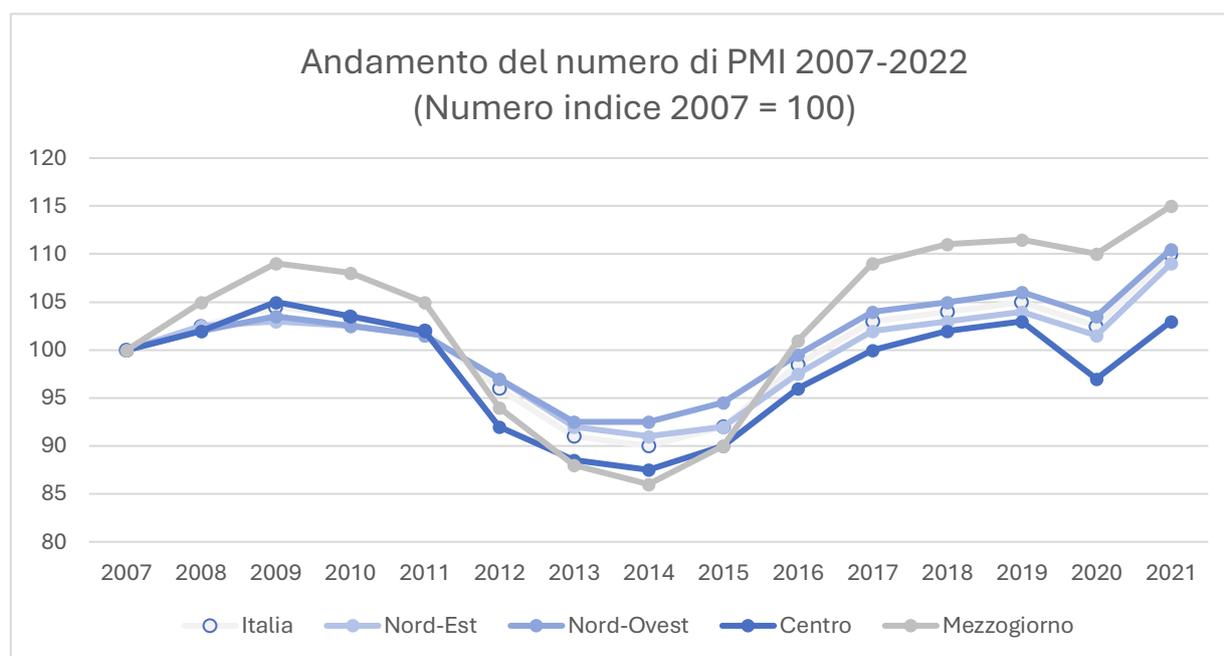
⁵ Cerved, Confindustria (2023), *Rapporto Regionale PMI 2023*

1.1.3 Performance economica a seguito della crisi pandemica

Nel biennio 2021-2022, le micro, piccole e medie imprese italiane hanno dimostrato una notevole ripresa economica, come evidenziato dai dati della Commissione Europea⁶. Nel 2021, rispetto al calo registrato nel 2020, le PMI in Italia hanno recuperato significativamente, raggiungendo tassi di crescita del valore aggiunto del 9,7%. Nel 2022, tale ripresa è proseguita, con un ulteriore aumento del valore aggiunto delle PMI italiane del 4,9% e un incremento dell'occupazione del 2,2%, rispetto al più modesto +0,2% nel 2021. Tuttavia, è importante notare che, a causa dell'ambiente ad alta inflazione del 2022, la crescita in termini reali è stata inferiore.

Lo studio condotto da PwC³, citato prima, offre una panoramica aggiornata sullo stato attuale delle piccole e medie imprese in Italia evidenziando come, nonostante le sfide imposte dal peggioramento della situazione economica dovuto alla guerra russo-ucraina, alla crisi energetica e all'inflazione, le PMI italiane hanno comunque dimostrato una notevole resilienza e adattabilità dopo la pandemia.⁷

Ampliando l'orizzonte temporale d'analisi, si può notare come, a parte la breve contrazione pandemica riscontrata nel 2020, la crescita della numerosità delle PMI si inserisca in un trend positivo in atto dal 2015 in poi, più accentuato per le imprese del mezzogiorno.



Cerved, Confindustria (2023), *Rapporto Regionale PMI 2023*

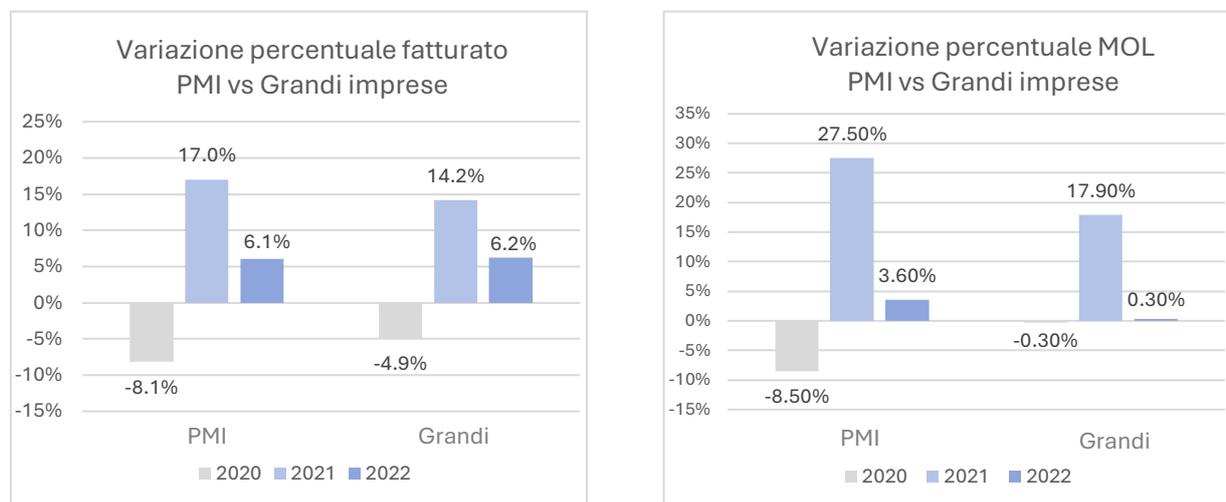
Secondo le analisi del Cerved⁸, i bilanci delle PMI mantengono il loro trend di crescita positiva seppur meno marcata delle performance eccezionali nel 2021. Il fatturato mediano del 2022 risulta essere pari a 5,32 milioni di euro (escludendo le microimprese), mostrando un aumento reale del 6,1% rispetto al 17% del 2021.

⁶ Commissione Europea (2023), *Italy - SME Fact Sheet 2023*

⁷ In particolare, le piccole imprese sono aumentate da 167 mila nel 2020 a 178 mila nel 2022 mentre le medie imprese sono passate da 20 mila a 21 mila, portando il totale delle PMI a 199 mila, in linea con i valori registrati nel 2019.

⁸ Cerved (2023), *Rapporto Cerved PMI 2023*

Il settore che ha mostrato la crescita più significativa è quello delle costruzioni, favorito dagli ingenti incentivi pubblici, seguito dal settore terziario, in particolare trainato dalla ripresa di turismo e ristorazione. Anche il margine operativo lordo delle PMI è aumentato attestandosi intorno al 9,85% mediano, a seguito di un aumento del 3,6% nel 2022, significativamente inferiore al +27,50% registrato nel 2021 ma comunque segnale di crescita.



Cerved, Confindustria (2023), *Rapporto Regionale PMI 2023*

Dai grafici sopra, che confrontano le variazioni del fatturato e del margine operativo lordo nel triennio 2020-2022, si può notare la maggiore stabilità delle imprese grandi rispetto alle oscillazioni più pronunciate delle PMI, sia in positivo che in negativo. È evidente soprattutto nel dato relativo all'anno del Covid, che ha registrato una contrazione del fatturato pari al -8,10% per le PMI, mentre le imprese grandi hanno subito solo un -4,90%. Questa differenza di impatto è ancora più evidente sui margini: il Covid ha influito significativamente sulla marginalità operativa delle PMI (-8,50%), mentre le imprese grandi sono riuscite a contenere la riduzione dei margini, registrando solo un -0,30%.

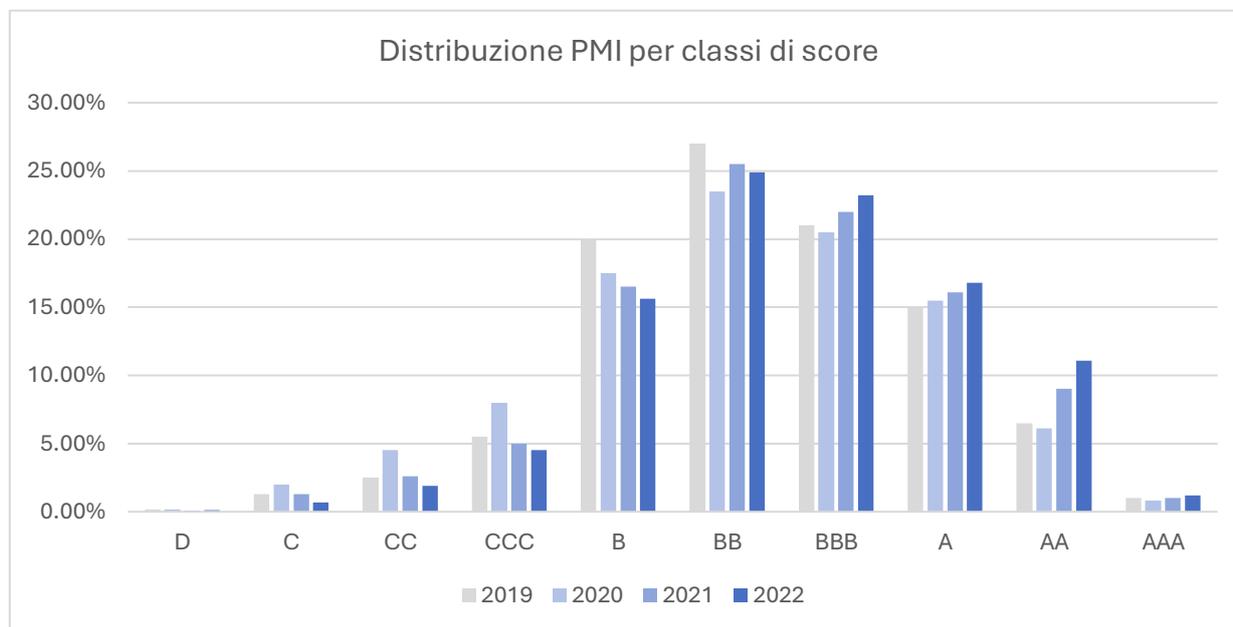
Nel 2022, il ROE (Return on Equity) ante imposte e componenti straordinarie delle piccole e medie imprese è aumentato dell'1,2%, passando dal 12% del 2021 al 13,2%. È interessante notare che, in particolare, le aziende di piccola dimensione hanno replicato i risultati del 2021, confermandosi come le imprese con la migliore performance anche nel 2022, con un ROE del 13,7%. Le medie imprese hanno registrato un ROE del 12,7%, mentre le grandi imprese si sono attestate al 12,3%. È da sottolineare che tutte le classi dimensionali hanno evidenziato incrementi superiori al punto percentuale nel 2022, incrementando notevolmente i valori del 2020.

Secondo i dati di ModeFinance⁹, si rileva che la percentuale di aziende che hanno chiuso l'anno in utile è salita al 91,27% nel 2022, segnando il miglior risultato degli ultimi quattro anni e confermando la tendenza positiva post-pandemia, con un miglioramento rispetto al 2019. Significativamente, la quota di imprese con un ROE superiore al 10% è cresciuta, passando dal 55,51% al 59,01% del campione di 97.000 PMI analizzato.

⁹ ModeFinance (2023), *REPORT PMI 2023 Tra conflitti e calamità: la sfida della crescita sostenibile*

1.1.4 Liquidità, stabilità finanziaria e merito creditizio

Un altro studio recente che ci offre svariati insights rilevanti è quello condotto da Mode Finance¹⁰, citato anche sopra, fintech leader nel settore del credit rating, che ha analizzato un campione di 97.000 aziende, escludendo le microimprese, nel periodo dal 2019 al 2022.



ModeFinance (2023), *REPORT PMI 2023*

Come illustrato dal grafico, la situazione complessiva della solidità aziendale e dell'affidabilità nel rimborso del debito delle PMI italiane è migliorata notevolmente dal 2019 al 2022. La fascia centrale, rappresentata dalle classi di rating B e BB (che includono rispettivamente le imprese con una situazione economico-finanziaria "debole" e "sufficiente"), ha registrato una riduzione, passando dal 42,4% al 40,4%, a favore delle classi di scoring migliori, dalla BBB alla AAA, che hanno registrato un complessivo aumento percentuale dal 48,5% al 52,2%.

In altre parole, nel 2022 lo stato di salute di oltre la metà delle aziende nel campione di analisi può essere considerato buono, mentre la coda della distribuzione, che include le imprese con un forte squilibrio economico-finanziario (dalla D alla CCC), è diminuita dal 9,05% al 7,29%. La curva conferma il miglioramento generale osservato negli ultimi anni, con un aumento della popolosità delle classi migliori e una riduzione complessiva delle imprese nelle fasce più basse.

Per quanto riguarda la liquidità, l'indicatore chiave analizzato è il *current ratio*, che esprime il rapporto tra impieghi e fonti di finanziamento a breve termine. Gli impieghi a breve termine sono costituiti dalle attività aziendali che possono essere trasformate in denaro entro un anno e rientrano in questa categoria le disponibilità liquide e mezzi equivalenti, i crediti commerciali, le rimanenze di magazzino, i titoli negoziabili, ratei e risconti attivi.

La soglia critica si raggiunge quando l'indicatore mostra un valore inferiore all'unità, indicando che le risorse disponibili nel breve termine risultano limitate rispetto ai debiti in scadenza.

¹⁰ ModeFinance (2023), *REPORT PMI 2023 Tra conflitti e calamità: la sfida della crescita sostenibile*

Nel periodo 2019-2022, le PMI hanno mantenuto un *current ratio* mediano pari a 1,55, indicando una gestione finanziaria prudente e un buon equilibrio tra risorse disponibili e debiti a breve termine. Inoltre, si è registrato un miglioramento nella percentuale di aziende con un *current ratio* superiore a 1, cresciuta all'88,6% nel 2022 dal 82,3% del 2019, riflette un miglioramento generale della salute finanziaria delle PMI italiane, con un minor numero di aziende a rischio di tensioni finanziarie a breve termine.

L'analisi del *quick ratio*, rapporto fra impieghi e fonti a breve termine escludendo le scorte dal numeratore, rafforza ulteriormente questa visione, dimostrando che le imprese hanno mantenuto una solida posizione di liquidità anche quando si escludono le scorte dal calcolo. Un *quick ratio* mediano di 1,24 indica che le PMI hanno avuto risorse liquide e crediti sufficienti per coprire i propri obblighi a breve senza dover fare affidamento sulla liquidazione delle scorte, che potrebbe non essere sempre immediata o vantaggiosa.

L'analisi condotta da ModeFinance fornisce un importante approfondimento sul rapporto di leverage delle PMI italiane, un indicatore cruciale per valutare la solidità e la solvibilità finanziaria di un'impresa nel medio-lungo periodo. Il rapporto di leverage esprime il rapporto tra il patrimonio netto e il totale delle passività. Dal 2019 al 2022, l'incremento di stabilità delle PMI italiane si riflette anche in un abbassamento del rapporto di leva, passato dal 2,96 nel 2019 al 2,35 nel 2022.

Inoltre, l'analisi dell'evoluzione della distribuzione del leverage mediano mostra un cambiamento significativo nel profilo di indebitamento delle PMI italiane nel periodo preso in considerazione. La percentuale di imprese fortemente indebitate (con leverage >5) è diminuita a favore di un aumento della percentuale di imprese con leverage tra 0 e 2, passate dal 37,9% nel 2019 al 44,4% nel 2022.

1.1.5 Accesso al credito e il canale bancario per le PMI

È altrettanto importante indagare come si è evoluto l'accesso al credito delle PMI e le dinamiche che caratterizzano il rapporto tra le PMI e il canale bancario.

Innanzitutto, uno studio condotto da Banca d'Italia¹¹ analizza il mercato del credito in Italia prima e dopo la recessione del 2008-2013, con l'obiettivo di comprendere il ruolo del sistema bancario nella riduzione dei prestiti alle piccole imprese durante i primi anni di moderata ripresa (2014-2017). I risultati evidenziano che, dopo la crisi, le banche hanno notevolmente inasprito le loro politiche di prestito alle imprese tranne che nei confronti delle grandi aziende. È emersa una differenza significativa nell'offerta di credito ("credit-supply gap") tra le microimprese e le imprese più grandi, con un divario più ampio per le banche di maggiori dimensioni e per quelle con bilanci più deboli. Ciò potrebbe riflettere le maggiori difficoltà da parte di questi intermediari finanziari nell'erogare prestiti a imprese con un significativo grado di opacità informativa e con elevati costi fissi rispetto al basso volume delle operazioni, a fronte dell'innalzamento dei coefficienti patrimoniali per le banche. Secondo questi risultati, gli shock che hanno colpito il sistema bancario durante la crisi si sono tradotti in un cambiamento persistente degli standard di credito, con un importante spostamento dell'offerta di nuovi prestiti dalle imprese più piccole a quelle più grandi.

¹¹ Banca d'Italia (2022), *Bank lending to small firms: metamorphosis of a financing model*

Un ulteriore studio di Banca d'Italia¹² mostra, in effetti, come a seguito dell'aumento dei requisiti di patrimonializzazione delle banche previsto da Basilea III, l'offerta di credito per le imprese si sia ridotta. In particolare, l'analisi a livello d' imprese rivela che le aziende che dipendevano maggiormente da banche meno patrimonializzate, prima dell'entrata in vigore di Basilea III, hanno sperimentato un inasprimento delle condizioni di prestito e hanno ridotto gli investimenti rispetto ad altre imprese. I risultati suggeriscono che, sebbene i requisiti patrimoniali più severi abbiano portato a una maggiore stabilità bancaria, ciò è avvenuto a scapito di una minore disponibilità di credito e di un calo degli investimenti da parte di imprese con maggiori rischi, inasprendo ulteriormente la congiuntura economica e la situazione per le imprese più piccole.

Ulteriori spunti vengono offerti dalla survey trimestrale condotta di BCE riguardo le condizioni dell'offerta di credito da parte delle banche nell'eurozona¹³. Nel secondo trimestre del 2024 i credit standards per i prestiti alle imprese sono stati leggermente più favorevoli in Italia (a differenza di quanto registrato in Francia e Germania), per la prima volta da dicembre 2021, a causa della maggiore tolleranza al rischio e dei minori costi di finanziamento. I termini e le condizioni generali per questi prestiti sono migliorati leggermente, soprattutto in termini di tassi di prestito più bassi, in vista della riduzione dei tassi ufficiali da parte delle banche centrali, attesi entro la fine dell'anno.

Lato domanda invece, è dall'inizio 2023 che continua a calare la richiesta di finanziamenti da parte delle imprese riflettendo ancora un maggiore ricorso al finanziamento interno ed una riduzione dei prestiti per la spesa in investimenti fissi.

Le condizioni di accesso ai finanziamenti per le banche sono migliorate, in particolare per quanto riguarda i titoli di debito, i depositi a lungo termine e la capacità di trasferire il rischio di credito fuori dal proprio bilancio ed è previsto un ulteriore leggero miglioramento nel trimestre in corso.

I risultati della survey lato offerta sono confermati anche dai risultati dell'indagine della BCE sull'accesso al credito delle imprese nel secondo trimestre del 2024¹⁴. Infatti, le condizioni di finanziamento hanno mostrato segnali di moderato miglioramento rispetto al trimestre precedente. Le imprese dell'area euro hanno segnalato un leggero aumento della disponibilità di prestiti bancari e un calo degli ostacoli nell'ottenimento del credito, insieme a un miglioramento nella volontà delle banche di concedere prestiti. Nonostante una riduzione della domanda di prestiti da parte delle imprese, la diminuzione del divario tra domanda e offerta di finanziamenti bancari suggerisce una probabile ripresa parziale delle condizioni creditizie.

Nel complesso, queste dinamiche suggeriscono un aumento della fiducia nel settore bancario e una progressiva ripresa nell'accesso al credito, presumibilmente legata alle migliorate condizioni di autofinanziamento del settore e alla conseguente patrimonializzazione connessa all'andamento positivo dei profitti bancari nel biennio 2022 e 2023, in gran parte dovuto al margine della gestione denaro e all'allargamento della forbice dei tassi.

¹² Banca d'Italia (2022), *Higher capital requirements and credit supply: evidence from Italy*; AA.VV. "Non-performing loans and the supply of bank credit: evidence from Italy", *Bank of Italy, Occasional Paper n. 317, March 2017*

¹³ Banca Centrale Europea (2024), *Euroarea bank lending survey – Q2 2024*

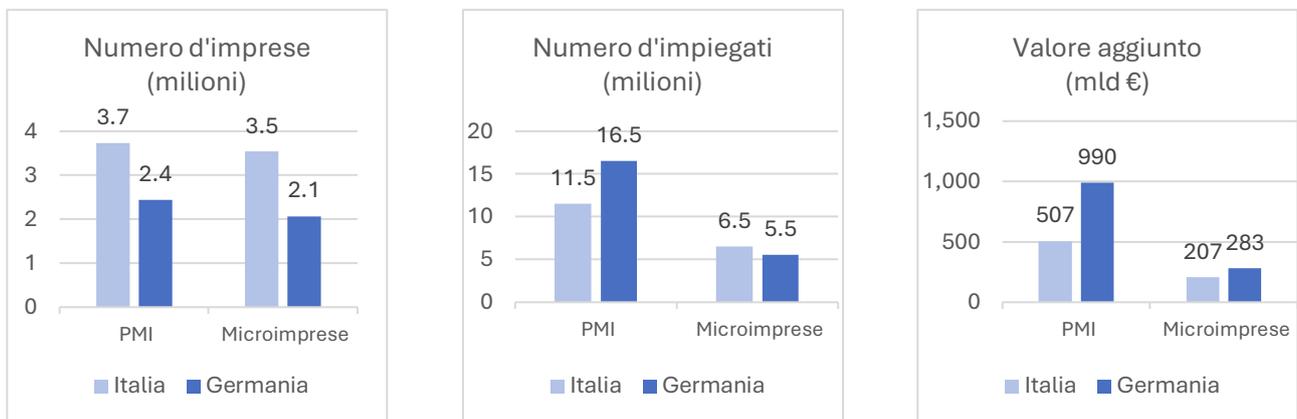
¹⁴ Banca Centrale Europea (2024), *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) – Q2 2024*

1.2 Confronto tra l'ecosistema imprenditoriale italiano e quello europeo: punti di forza e di debolezza

1.2.1 Le piccole e medie imprese in Europa: un confronto tra Italia e Germania

Essendo rispettivamente le prime due economie manifatturiere d'Europa, merita un approfondimento la comparazione tra la struttura delle PMI tedesche e di quelle italiane.

Innanzitutto, è bene tenere in mente che la popolazione in Germania è di 84,4 milioni rispetto ai 58,9 milioni in Italia¹⁵. Ne consegue che in Germania, ci sono approssimativamente 25,2 abitanti per impresa e 13,9 dipendenti per impresa. In Italia, le rispettive cifre sono più basse, con 13,5 persone per impresa e 5,7 impiegati per impresa, riflettendo differenti strutture economiche e distribuzioni della forza lavoro. Secondo i dati di Statista¹⁶, aggiornati al 2023, il nostro Paese si distingue per il numero maggiore di imprese con meno di 250 dipendenti, contando 3 milioni e 725 mila PMI attive, escluse quelle del settore finanziario, seguito da Francia (3 milioni e 236 mila), Spagna (2 milioni e 808 mila) e Germania (2 milioni e 438 mila).



Statista (2023), *SMEs in Europe*

Analizzando la composizione delle PMI distinguendo tra micro, piccole e medie, emergono delle differenze significative tra i Paesi. La Germania spicca per l'elevatissimo numero di imprese medie e piccole, praticamente il doppio rispetto agli altri paesi europei, con circa 50 mila medie rispetto alle circa 20 mila presenti in Francia, Italia e Spagna e 320 mila imprese piccole, rispetto alle 170 mila in Italia e alle circa 135 mila in Spagna e Francia. Questa differenza evidenzia come le PMI tedesche siano, in media, di dimensioni maggiori rispetto alle controparti europee, mentre quelle italiane siano caratterizzate da una dimensione più ridotta rispetto alla media europea.

Questa differenza dimensionale si riflette anche nella distribuzione dell'occupazione, con il 40% della forza lavoro assorbita nelle microimprese in Italia, rispetto a una media europea del 30%, ma soprattutto nel livello di valore aggiunto creato.

Infatti, nonostante l'Italia conti il 52% di PMI in più rispetto alla Germania, il nostro Paese riesce a creare solo la metà del valore aggiunto delle PMI tedesche, generando rispettivamente 507 miliardi e 990 miliardi. Una parte di questo divario è spiegata dal fattore dimensionale e dal conseguente

¹⁵ Eurostat (2024), *Demographics of Europe*

¹⁶ Statista (2023), *SMEs in Europe*

maggior impiego di personale nelle PMI tedesche che impiegano il 43% in più di lavoratori rispetto all'Italia, creando rispettivamente 16,5 milioni e 11,5 milioni di posti di lavoro. Dunque, i dati evidenziano come le importanti economie di scala di cui beneficiano le PMI tedesche abbiano un ruolo fondamentale nella creazione di valore aggiunto.

Sorprende il dato relativo al valore aggiunto creato dalle microimprese nei due paesi: nonostante le microimprese italiane impieghino circa 1 milione di lavoratori in più e siano circa 1,5 milioni in più rispetto a quelle tedesche, le microimprese tedesche creano 283 miliardi di valore aggiunto rispetto ai 207 miliardi creati da quelle italiane. In sostanza, dai dati emerge che in Italia la percentuale di microimprese è più alta rispetto alla media europea e che esse producono meno valore aggiunto rispetto alle controparti tedesche.

Le ricerche condotte dalla Commissione Europea¹⁷, che ogni anno elabora dei factsheet sulla performance delle PMI per Paese, mettono in luce determinate caratteristiche del sistema tedesco che concorrono a spiegare il gap.

In primo luogo, troviamo delle condizioni sistemiche più favorevoli come un quadro economico stabile e prevedibile, una forza lavoro qualificata e un ambiente legale efficace, inoltre, l'accesso al capitale è relativamente più semplice in Germania rispetto ad altri paesi europei. Pesa, inoltre, il diverso peso del finanziamento pubblico in ricerca e sviluppo, che in Germania è più che doppio rispetto a quello dell'Italia.

La Germania è inoltre leader nell'innovazione ecologica, nella transizione verde e nelle tecnologie net-zero, anche grazie tre importanti enti di ricerca pubblica, di cui il fiore all'occhiello è il Fraunhofer Gesellschaft di Monaco di Baviera. Ha, quindi, ottime performance in termini di numero di brevetti creati in quest'ambito e la percentuale di PMI tedesche che generano più della metà del loro fatturato attraverso beni o servizi green è molto più alta rispetto alla media europea (31,7% rispetto a 23,3%).

Tutto ciò ha contribuito a consolidare la competitività internazionale che vanta la Germania, essendo il terzo esportatore al mondo. Questo successo è attribuibile, anche, ai cosiddetti "hidden champions"¹⁸ tedeschi: piccole e medie imprese, sconosciute ai consumatori, ma leader mondiali in specifiche ed altamente specializzate nicchie di mercato business to business, che rendono le filiere produttive molto competitive. In effetti, più della metà degli hidden champion mondiali sono tedeschi.

Il 4 luglio 2024 è stato pubblicato dalla Commissione Europea l'Annual Report on European SMEs 2023/2024¹⁹ che presenta dati riguardo analizzando il numero di imprese, il valore aggiunto e il numero di dipendenti PMI in Europa ed offre anche un'analisi prospettica circa l'evoluzione della competitività delle PMI in Europa alla luce dell'implementazione del Open Strategic Autonomy²⁰, *framework* studiato per incentivare l'autonomia a livello economico lungo la filiera di catene di valore strategiche, mantenendo allo stesso tempo un'apertura alla globalizzazione.

¹⁷ Commissione Europea (2023), *Germany - SME Fact Sheet 2023*

¹⁸ Hermann Simon (2005), *Hidden Champions of the 21st Century*

¹⁹ Commissione Europea (2023), *Annual Report on European SMEs 2023/2024*

²⁰ Commissione Europea (2024), *SMEs and Open Strategic Autonomy*.

Authored by: Emanuela Sirtori (CSIL), Sara Banfi (CSIL), Giulia Canzian (CSIL), Francesco Giffoni (CSIL), Kris Bo (PPMI), Elitsa Garnizova (LSE Consulting).

In particolare, il report evidenzia come nel 2023 il valore aggiunto prodotto dalle PMI in Europa sia diminuito, in termini reali, del 1.6% e nel 2024 subirà un ulteriore calo del 1%. Tuttavia, con l'avvicinamento dell'inflazione al target del 2%, è possibile aspettarsi un miglioramento di questi dati. Gli ultimi 2 anni sono stati caratterizzati da una crescita del tasso di occupazione nelle PMI che è aumentato del 2.9% nel 2022, poi del 1.8% l'anno successivo e le previsioni per fine anno confermano un'ulteriore crescita dello 0.8%. Tuttavia, il problema che è emerso in maniera più spiccata tra le PMI nell'ultimo Survey on the Access to Finance of Enterprises²¹ è la mancanza di personale qualificato e management esperto. Rispetto agli altri Stati Membri, il nostro Paese si è distinto per la crescita registrata nel settore del turismo e dell'economia digitale.

Per quanto riguarda le considerazioni finali, il report evidenzia l'importanza cruciale di porre le PMI al centro dell'attenzione dei policymakers. In particolare, l'implementazione dell'Open Strategic Autonomy rappresenta per le PMI europee un'opportunità unica di crescita, offrendo loro la possibilità di ridurre le dipendenze da paesi non appartenenti all'UE e di rafforzare la competitività sul mercato globale. Tuttavia, l'OSA presenta anche una sfida significativa in termini di produttività e capacità di adattarsi alle nuove esigenze del mercato, richiedendo interventi mirati e politiche di supporto specifiche per favorire l'innovazione e l'integrazione delle PMI nelle catene del valore strategiche.

1.2.2 Punti di forza e di debolezza delle PMI italiane

L'Italia, grazie al fascino del Made in Italy e al suo ruolo come vantaggio competitivo, si colloca come il sesto esportatore più grande al mondo. I volumi di esportazione sono cresciuti significativamente: dal 2019 abbiamo registrato un aumento del 30%, raggiungendo i 626 miliardi di euro nel 2023.²²

Secondo i dati europei²³, le PMI italiane si distinguono molto bene in termini di internazionalizzazione e commercio estero: il 15% delle PMI manifatturiere e industriali in Italia esporta verso paesi extra-UE, rispetto alla media europea del 9,55%²⁴.

Anche per quanto riguarda la Ricerca e Sviluppo, le piccole e medie imprese italiane ottengono risultati superiori alla media. La spesa in R&S delle imprese italiane è cresciuta fino a 25,3 miliardi di euro nel 2022, con un aumento più significativo degli investimenti da parte delle piccole imprese (+15,8%, 8 punti percentuali in più rispetto alla media di tutte le imprese in Italia) rispetto alle medie (+9,3%).

Sebbene siano presenti in settori tradizionali come la trasformazione alimentare, la moda e il mobile, le PMI si distinguono anche per l'innovazione: la percentuale di PMI che introducono innovazioni di

²¹ Banca Centrale Europea (2024), *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) – Q2 2024*

²² Istat (2023), *Annuario Statistico Italiano 2023*

²³ Commissione Europea (2023), *Italy - SME Fact Sheet 2023*

²⁴ È bene, tuttavia, tenere a mente i rischi associati ad un'economia intensivamente *export-led* alla luce delle tensioni geopolitiche che stanno caratterizzando questi anni. Come riportato da Banca d'Italia nella sua ultima Relazione Annuale, a partire dal 2021 si è registrato un calo significativo degli scambi internazionali tra Paesi politicamente distanti e governi ed imprese hanno adottato misure per ridurre la propria esposizione in caso di shock geopolitici.

prodotto e processo è ben al di sopra della media dell'UE, mentre l'innovazione interna è più diffusa tra le PMI italiane (38,7%) rispetto ai loro omologhi dell'UE (28,6%).

Anche se le PMI italiane non sono generalmente tra i migliori performer in termini di digitalizzazione, per quanto riguarda la fatturazione elettronica il paese supera ampiamente la media dell'UE, con il 95% delle PMI italiane che emettono fatture elettroniche, rispetto a una media dell'UE del solo 32%.

Per quanto riguarda i punti deboli delle nostre PMI, la Commissione Europea fornisce un quadro generale degli aspetti in cui siamo in fondo alle classifiche europee.

Oltre ai problemi relativi alla transizione digitale e alle competenze informatiche²⁵ che pesano sul nostro Paese (che acquista e vende online molto meno della media europea), un aspetto particolarmente critico è la burocrazia in Italia e i costi che ciò comporta alle imprese.

Avviare un'impresa in Italia costa di più che in altri paesi europei e richiede circa il 30% di procedure in più. Non a caso, l'82,4% delle PMI italiane dichiara che la complessità delle procedure amministrative rappresenta un problema.

Al netto degli effetti della riforma fiscale in atto, anche il pagamento delle tasse risulta essere un onere gravoso per le imprese italiane, che devono impiegare 238 ore all'anno per gestire gli adempimenti fiscali (rispetto alle 173,3 ore in Europa), comportando costi per le imprese pari a 2,1 miliardi di euro.

Inoltre, le performance più basse rispetto ai nostri vicini si riscontrano anche sotto il profilo dei ritardi nei pagamenti. Il 40% delle PMI deve fare i conti nella pianificazione finanziaria con ritardi nei pagamenti, con le microimprese che subiscono maggiormente questo problema. Questo fenomeno non riguarda solo le imprese operanti nel settore business-to-business, ma i ritardi nei pagamenti si verificano anche quando a pagare è la pubblica amministrazione, che ancora una volta si dimostra poco efficiente. Nel 2022, il divario tra i tempi di pagamento concordati e il tempo effettivo necessario alle imprese per essere pagate dalla PA è stato di 22 giorni (rispetto a una media dell'UE di 15 giorni).

²⁵ In quest'ambito è bene segnalare i recenti sviluppi in ambito di policy Europea che hanno portato le istituzioni ed i governi dei Paesi Membri a parlare di Industria 5.0. Industria 5.0 contiene un insieme di politiche volte a favorire la transizione verde e digitale, enfatizzando l'importanza di creare un'industria che sia *human-centric* e che lavori per la società. Implementando le politiche di Industria 5.0, durante il mese di agosto il governo italiano ha aperto la piattaforma informatica tramite la quale richiedere l'accesso ai 6.3 miliardi di contributi stanziati come credito d'imposta per le imprese che investono in digitalizzazione ed efficienza energetica.

Capitolo 2

Il mercato dei capitali in Italia ed Europa

2.1 Borsa Italiana e differenze con altri Paesi europei

Presso la Borsa Italiana, secondo i dati più recenti pubblicati da Euronext, sono attualmente quotate 429 società, di cui 341 sono piccole e medie imprese (PMI), per una capitalizzazione di mercato complessiva pari a 879 miliardi di euro.²⁶

I mercati azionari accessibili tramite Borsa Italiana sono stati rinominati a seguito dell'acquisizione nell'aprile 2021 da parte di Euronext, dopo la quale Borsa Italiana è entrata a far parte dell'infrastruttura di mercato più ampia d'Europa. Attualmente, i segmenti sono:

- 1) Euronext Milan: ex Mercato Telematico Italiano, è il mercato regolamentato allineato alle best practice internazionali ed è rivolto alle imprese di media e grande capitalizzazione.
- 2) Euronext STAR Milan: ex STAR (Segmento Titoli Alti Requisiti) è un segmento all'interno di Euronext Milan dedicato alle imprese italiane di media grandezza che aderiscono a stringenti criteri di governance, trasparenza e liquidità.
- 3) Euronext Growth Milan: ex AIM (Alternative Investment Market) Italia, è il segmento dinamico e flessibile creato su misura per le piccole e medie imprese. Il paragrafo 2.4 analizzerà più in dettaglio le unicità di questo segmento.
- 4) Euronext MIV Milan: ex MIV (Mercato degli Investment Vehicles), è il segmento specializzato e regolato per gli Alternative Investment Funds (AIFs) e altri veicoli d'investimento specializzati in economia reale.
- 5) Segmento Professionale: all'interno di Euronext Growth Milan, è dedicato alle PMI che vogliono accedere al mercato gradualmente attraversando prima la fase di start-up e scale-up.

L'essere entrati a far parte di Euronext ci offre la possibilità di confrontare quanto la nostra borsa sia competitiva e rilevante rispetto agli altri listini europei. Nell'ambito di Euronext, la tabella sottostante mostra come la Borsa di Milano sia la terza in grandezza ma sostanzialmente indietro rispetto ai listini Euronext Paris e Euronext Amsterdam.

Paese	Market cap su Euronext	
	Valore assoluto (mld €)	Share Percentuale
Lisbona	78	1%
Dublino	103	2%
Bruxelles	336	5%
Oslo	350	5%
Milano	879	12%
Amsterdam	1500	21%
Parigi	3800	54%
Totale	7046	100%

Euronext (2024), *Borsa Italiana per le PMI*

²⁶ Euronext (2024), *Borsa Italiana per le PMI*

Secondo i dati della Banca Mondiale²⁷, anche Germania, Francia, UK e US raggiungono volumi superiori al nostro e presentano un rapporto di capitalizzazione/PIL rispettivamente pari a 46%, 85%, 100% e 156% (rispetto al 32% Italiano e la media Europea del 51%). Uno studio condotto da Banca d'Italia²⁸ analizza le cause principali di questa differenza e i trend riguardo le quotazioni in borsa dal 2005 al 2020.

Nonostante il FTSE MIB abbia registrato la miglior performance tra i principali indici azionari dei paesi avanzati crescendo del 61,8% rispetto ad inizio settembre 2022, ciò non è bastato a colmare la differenza. Inoltre, anche il numero di aziende che si sono quotate in Italia è aumentato significativamente, superando i tassi di crescita negli altri paesi, senza però portare in vantaggio Piazza Affari rispetto ad altre borse europee. Ciò è dovuto al fatto che le nuove quotazioni sono principalmente di aziende piccole e medie: dal 2015 al 2022 il segmento dedicato a quest'ultime ha visto una crescita annuale composta della capitalizzazione del 20.1%, mentre la capitalizzazione complessiva è aumentata annualmente solo del 3.19%. Pur a seguito di questo aumento significativo, che ha visto passare il numero di società quotate su Euronext Growth Milan da 5 nel 2009 a 205 quest'anno, il segmento raggiunge una capitalizzazione solo di 7,8 miliardi di euro, lo 0,89% della capitalizzazione complessiva del listino.

La differenza di scala delle società quotate è la ragione principale che spiega il gap tra la Borsa di Milano e i listini sia di Madrid che di Francoforte. Londra e Parigi invece possono vantare capitalizzazioni di mercato di dimensioni maggiori in quanto nei rispettivi paesi la quotazione in borsa è un fenomeno ben più diffuso e radicato tra le imprese rispetto che in Italia, dove non solo la dimensione media delle imprese è maggiore ma ci sono anche più società che si quotano.

2.2 Il mercato dei capitali europeo ed il confronto con gli Stati Uniti

Per apprezzare appieno la dimensione ridotta e lo sviluppo limitato dei mercati dei capitali in Italia e, più in generale, in Europa, è necessario confrontarli con il mercato dei capitali statunitense.

Secondo i dati di UBS²⁹, gli Stati Uniti vantano il mercato dei capitali più grande al mondo, con una capitalizzazione totale di 46.2 trilioni di dollari, circa 56 volte più grande del mercato italiano. Il valore complessivo delle azioni globali ammonta a 109 trilioni di dollari e l'Italia contribuisce solo per un 0.8%. È solo raggruppando tutti i mercati europei che si possono ottenere quote rilevanti. Attualmente, con i 12.1 trilioni di euro di capitalizzazione di mercato europeo (considerando il Regno Unito arriverebbero a 15.3 trilioni), l'Unione Europea rappresenta il secondo mercato per grandezza, seguito dal Giappone. Colpisce la divaricazione rispetto ai rapporti relativi delle dimensioni delle economie reali delle diverse nazioni e aree geopolitiche.

È evidente come già alla luce di questi primi dati sia chiaro che parlare di mercati dei capitali assume rilevanza solo attraverso un'ottica Europea e non nazionale. Inoltre, considerando le prospettive future sviluppate da Goldman Sachs³⁰, si prevede che la quota di mercato dei capitali dell'UE si riduca

²⁷ World Bank (2024), *Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) – Italy 2018, Germany 2022, France 2018, UK 2022, US 2022, UE 2018*

²⁸ Banca D'Italia (2020), *Firms' listings: what is new? Italy versus the main European stock exchanges*

²⁹ UBS (2024), *Global Investment Returns Yearbook 2024*

³⁰ Goldman Sachs (2023), *Emerging stock markets projected to overtake the US by 2030*

ulteriormente a vantaggio dello sviluppo dei mercati dei capitali nei Paesi in Via di Sviluppo, che nel 2057 supererebbero complessivamente la capitalizzazione del mercato USA.

Uno studio del Financial Times³¹ ha messo in evidenza quali sono i trend più recenti che spiegano la divergenza del mercato americano rispetto a quello europeo e quali sono le sfide più importanti che i policymaker stanno affrontando per stimolare gli investimenti in imprese domestiche e incentivare le quotazioni nei listini nazionali. La situazione attuale vede i mercati azionari europei in crisi, con volumi di scambio in calo, scarsità di nuove IPOs e una preferenza da parte di alcune delle più grandi società europee per la borsa statunitense. La volontà di rilanciare i mercati europei si sta tuttavia scontrando con ostacoli di natura politica, culturale e finanziaria.

Prima della crisi del 2008, gli indici europei, seppur a rilento, riuscivano a stare al passo con i movimenti di Wall Street, ma la crisi finanziaria e, soprattutto, lo sviluppo dell'ecosistema imprenditoriale high tech della Silicon Valley ha inevitabilmente causato una perdita di terreno delle società europee. L'emergere di giganti tecnologici come Google (oggi all'interno del gruppo Alphabet Ltd), Apple, Facebook (ora Meta), Amazon e Microsoft, le cosiddette GAFAM – cui più di recente si sono aggiunte altre società legate al settore dei semiconduttori e dell'AI - ha contribuito in modo significativo ad ampliare questa disparità. Queste cinque aziende hanno raggiunto un *market cap* di 10,7 trilioni di dollari, quasi pari all'intero valore di mercato delle azioni quotate in Europa. L'Europa si trova quindi in una situazione in cui manca il tipo di successo imprenditoriale che ha caratterizzato la Silicon Valley. Le imprese high tech a crescita rapida sono rare e solo poche di esse decidono di quotarsi in borsa, mentre molte altre finiscono per essere acquisite privatamente. Manca la presenza di colossi tecnologici come i "Magnifici Sette"³² e le grandi imprese europee non raggiungono minimamente le dimensioni delle controparti statunitensi in termini di capitalizzazione di Borsa.

Questa situazione può essere attribuita in parte alla scarsità di investimenti dedicati a questa tipologia di imprese (in Europa, solo lo 0,1% del PIL viene investito da fondi di *venture capital*³³, mentre negli Stati Uniti questa cifra è dieci volte tanto³⁴) ed in parte a problemi culturali e di consumo. Gli investitori europei, anche istituzionali come i fondi pensione e le compagnie d'assicurazione, mostrano una maggiore avversione al rischio e le famiglie detengono gran parte della propria ricchezza sotto forma di depositi bancari. Mentre negli Stati Uniti il 41% degli asset finanziari nei quali investono i risparmiatori sono azioni e fondi d'investimento, in Europa questa percentuale scende al 30%. La struttura del mercato europeo, ben più frammentata e complessa rispetto a quella degli Stati Uniti, sicuramente non semplifica la situazione. Mentre negli Stati Uniti vi sono solo 3 principali listini dove le società possono quotarsi, in Europa ce ne sono ben 35 in quanto quasi ogni Stato membro ha un proprio listino nazionale. Inoltre, mentre negli Stati Uniti esistono solo 16 piattaforme di trading e una singola clearing house, in Europa ci sono ben 41 piattaforme di trading e 18 clearing house.

La formazione e l'evoluzione di Euronext, un listino transnazionale che ha fuso sette listini nazionali nel corso degli ultimi 10 anni, segna un importante passo avanti nel tentativo di affrontare le sfide del

³¹ Financial Times (2024), *In charts: why European stock markets are in crisis*

³² Oltre alle già citate Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon e Meta, le altre aziende che compongono le Magnifiche Sette sono Nvidia e Tesla

³³ International Monetary Fund (2024), *Working Paper 24/146 - Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe* by Nathaniel Arnold, Guillaume Claveres, and Jan Frie.

³⁴ Consiglio dell'Unione Europea (2024), *European capital markets*

mercato azionario europeo. Questa iniziativa ha cercato di superare la frammentazione dei mercati finanziari europei, offrendo un'unica piattaforma integrata per le imprese desiderose di quotarsi in borsa. Euronext attualmente rappresenta il terzo listino più grande del mondo (dopo NYSE e NASDAQ) e il più grande d'Europa con circa 7 trilioni di *market cap* e più di 1850 società quotate di cui circa 1500 PMI e 750 imprese tech. Tuttavia, nonostante gli sforzi compiuti per promuovere l'integrazione finanziaria, persistono ostacoli significativi. Ad esempio, le condizioni fiscali vantaggiose in Paesi come l'Irlanda e l'Olanda possono distorcere la concorrenza, spingendo alcune società a preferire la quotazione su tali borse rispetto ad altre.

2.3 L'iniziativa europea per un mercato dei capitali unico

Alla luce delle debolezze strutturali del mercato dei capitali in Europa, la Commissione Europea ha lanciato nel 2015 per la prima volta la “Capital Market Union” (CMU) e il 24 settembre 2020 il nuovo piano di azione CMU contenente iniziative legislative e operative per la creazione di un mercato dei capitali unico³⁵. Lo scopo primario è quello di aumentare il flusso di investimenti in Europa a beneficio di cittadini, imprese ed investitori per supportare la transizione digitale e verde, rendere finanziamenti in equity più accessibili alle imprese, specialmente le PMI, e assicurare un impiego più efficiente dei risparmi e degli investimenti dei cittadini. Ogni anno, i cittadini europei risparmiano 300 miliardi di euro³⁶, tuttavia, solo una piccola frazione di questo considerevole capitale rimane in Europa. Convogliare gli investimenti e i risparmi dei privati verso le imprese europee per finanziare i loro progetti di crescita rappresenta un obiettivo cruciale per favorire la ripresa di competitività dei mercati del capitale nel Vecchio Continente.

A un anno dalla pubblicazione del piano d'azione, nel 2021, la Commissione Europea ha presentato un pacchetto di quattro proposte legislative³⁷: (1) la creazione di un punto di accesso unico ad informazioni finanziarie per gli investitori (European single access point), (2) la revisione della normativa sui fondi di investimento europei a lungo termine, (3) la revisione della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi e (4) la revisione del regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (MiFIR) e della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II).

Grazie al' European single access point gli investitori potranno accedere digitalmente, in maniera facile e gratuita, ad informazioni finanziari sulle società e i prodotti d'investimento in UE. Con questo nuovo portale, che sarà introdotto gradualmente a partire dall'estate 2028, sarà possibile facilitare il processo decisionale di scelta degli asset degli investitori e dare maggiore visibilità alle aziende, soprattutto le PMI.

La volontà di creare un mercato più trasparente ed incrementare la facilità di accesso a dati di mercato trova una concretizzazione ulteriore nella revisione di MiFIR e MiFID II che istituisce “tape” consolidati a livello Europeo per azioni, obbligazioni, ETFs e derivati. I tape sono i sistemi elettronici che raccolgono e riportano i dati in tempo reale dei titoli negoziati in borsa.

³⁵ Commissione Europea (2020), *Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses*

³⁶ Enrico Letta (2024), *Much more than a market*

³⁷ European Council (2024), *What the EU is doing to deepen its capital markets*

La revisione normativa sui fondi di investimento europei a lungo termine è volta ad incentivare gli investimenti attraverso fondi d'investimento alternativi per la transizione verde come infrastrutture per la generazione e la distribuzione di energia solare.

Complementare alla precedente, la revisione della direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi punta ad integrare più efficacemente il mercato dei fondi d'investimento alternativi, regolando hedge fund, fondi di private equity, fondi immobiliari ed altri ancora. Obiettivo della revisione è anche garantire un accesso maggiore e sicuro a forme di finanziamento più diversificate.

Nel 2022 hanno fatto seguito ulteriori proposte legislative per la creazione di un mercato dei capitali unico in Europa. Una prima proposta prevede delle modifiche all'European market infrastructure regulation (EMIR) che regola la compravendita di derivati over-the-counter finalizzata a migliorare i servizi di clearing all'interno dell'UE. In particolare, le modifiche sono volte ad accelerare le procedure e rafforzare la vigilanza delle clearing houses. Una seconda proposta particolarmente interessante è quella che riguarda la normativa sulla quotazione che mira a facilitare la quotazione delle imprese nelle borse europee, in particolare delle PMI, riducendo gli oneri amministrativi e facilitando l'accesso a un maggior numero di fonti di finanziamento.

Nei primi mesi del 2024, i ministri delle Finanze degli Stati Membri si sono incontrati e hanno lavorato per definire le priorità fondamentali riguardo lo sviluppo del mercato unico individuando 3 aspetti fondamentali:

- 1) Lo sviluppo di un sistema normativo e di vigilanza competitivo e intelligente
- 2) La crescita degli investimenti in UE in modo tale da rendere le imprese, ed in particolare le PMI, competitive, libere da oneri amministrativi troppo gravosi e in grado di accedere facilmente ai finanziamenti necessari per la loro crescita
- 3) La creazione di un rapporto migliore tra i cittadini e il mercato dei capitali, garantendo un accesso più semplice, fornendo gli strumenti necessari ad una maggiore alfabetizzazione finanziaria e sviluppando prodotti ad hoc per gli investitori al dettaglio.

Il 17 e 18 aprile 2024, si è tenuto un Consiglio Europeo straordinario nel quale si è dibattuto e concluso riguardo un nuovo patto per la competitività europea che si fonda sull'integrazione dei mercati finanziari, delle telecomunicazioni e dell'energia e promuove la transizione verde e digitale, attraverso maggiori sforzi in innovazione, ricerca e sviluppo.

In quest'occasione, il presidente dell'Istituto Jacques Delors, Enrico Letta, ha presentato la sua relazione riguardante il futuro del mercato unico intitolata "Much More Than a Market"³⁸, che contiene diversi spunti operativi. In particolare, sono state avanzate proposte riguardanti l'armonizzazione delle normative nazionali in materia di insolvenza delle imprese, il potenziamento del mercato europeo delle cartolarizzazioni, una vigilanza europea più integrata sui mercati dei capitali, il miglioramento del finanziamento e delle opzioni di uscita per le scale-up europee, l'introduzione di prodotti di investimento e di risparmio transfrontalieri semplici ed efficaci per i risparmiatori privati, il potenziamento dell'alfabetizzazione finanziaria dei cittadini e la semplificazione del quadro normativo al fine di ridurre gli oneri burocratici.

³⁸ Enrico Letta (2024), *Much more than a market*

Infine, nell'ultima riunione del Consiglio Europeo, tenutasi il 12 giugno 2024, sono stati valutati i progressi fatti in materia e si è raggiunto un accordo riguardo un pacchetto di misure volte a tutelare gli investimenti della clientela retail.

Il pacchetto normativo prevede che dovranno essere fornite informazioni più chiare riguardo i prodotti d'investimento accessibili alle famiglie e bisognerà garantire una trasparenza maggiore per soddisfare obblighi di disclosure più stringenti.

Il pacchetto mira, inoltre, a offrire agli investitori al dettaglio lo stesso trattamento, livello di informazione e protezione a prescindere dai prodotti di investimento o dai canali di distribuzione utilizzati.

2.4 Il segmento dedicato alle PMI: peculiarità del segmento Euronext Growth Milan

Come evidenziato in precedenza, Euronext Growth Milan (EGM) rappresenta il segmento di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese che mirano a una crescita significativa e desiderano accedere al mercato dei capitali. Questo segmento è caratterizzato da un processo di quotazione più snello, requisiti per accedere al mercato ed obblighi in termini di patrimonializzazione inferiori ed un framework regolatorio più bilanciato³⁹.

Il processo che porta all'IPO si fonda sulla figura dell'Euronext Growth Advisor che supporta le aziende durante tutta la fase di ammissione e durante la loro permanenza sul mercato come consulenti finanziari, revisori contabili e banche d'affari.

In particolare, per quanto riguarda il processo di IPO semplificato:

- La durata del processo è ridotta: rispetto ai 6 mesi minimo per le quotazioni su Euronext Milan (EXM), le PMI possono quotarsi su EGM dopo soli 3 mesi dall'inizio del processo.
- Il procedimento che si conclude con la collocazione delle azioni è più snello. A seguito della due diligence e dalla definizione di un range valutativo si passa subito agli incontri con gli investitori e alla raccolta degli ordini. Fatto ciò, basta presentare una comunicazione pre-ammissione 10 giorni prima dell'allocazione delle azioni a Borsa Italiana e la domanda di ammissione vera e propria 3 giorni prima. La procedura di ammissione è gestita da Borsa Italiana in 10 giorni.
- Rispetto al listino tradizionale, il processo semplificato prevede che la fase di istruttoria non sia svolta da Consob e Borsa Italiana ma sia eseguita solo dall'EGM Advisor.
- Non c'è bisogno di redigere il prospetto informativo ma come documento è sufficiente il documento di ammissione.
- Gli adempimenti post-quotazione sono calibrati sulla struttura delle PMI: i dati annuali possono essere pubblicati entro 6 mesi dalla chiusura del bilancio (rispetto ai 120 giorni concessi su EXM) mentre quelli semestrali entro i 3 mesi (90 giorni su EXM) ed il codice di corporate governance è solo facoltativo.

³⁹ Borsa Italiana (2023), *Regolamento Emittenti*

Inoltre, come accennato prima, i requisiti di accesso sono semplificati:

- Non vi sono requisiti in termini di anni di esistenza o capitalizzazione minima della società, mentre per quotarsi sul segmento tradizionale è richiesta una capitalizzazione di almeno 40 milioni.
- Il flottante minimo richiesto è del 10% (minimo 7,5% detenuto da almeno 5 investitori istituzionali) rispetto a un flottante minimo del 25% per l'accesso a EXM. Questo requisito, dunque, consente agli imprenditori di mantenere il sostanziale controllo proprietario delle proprie imprese, non esponendosi a rischi di scalate o di controllo ostili né di sgradite ingerenze nella gestione dell'impresa da parte degli investitori.
- È necessario 1 solo bilancio certificato, se esistente, rispetto ai 3 del segmento principale.
- Mentre nel segmento tradizionale il principio contabile accettato è solo quello internazionale, per la quotazione su EGM i bilanci possono essere redatti usando anche il principio italiano o quello americano.

Anche gli adempimenti post-quotazione sono calibrati sulle esigenze delle PMI, infatti, una volta ammessi nel listino è sufficiente nominare un Investor Relations Manager, sviluppare un sito web con la sezione dedicata agli investitori, fornire le informazioni contabili periodiche (annuali e semestrali), le informazioni price-sensitive e straordinarie (M&A, emissioni bond, profit warning, variazioni dei risultati di periodo attesi, cambiamenti nel top management), oltre alle e le informazioni tecniche (il calendario degli eventi societari, variazioni del capitale sociale, cambi di denominazione sociale).

Infine, all'interno del segmento Euronext Growth Milan, vi è il Segmento Professionale, dedicato esclusivamente agli investitori professionali e rivolto a società che desiderano un accesso graduale al mercato dei capitali. Questo segmento offre ancora maggiore flessibilità regolamentare, meno requisiti burocratici e un processo di ammissione ulteriormente semplificato rispetto ai mercati tradizionali. È pensato per start-up, scale-up e aziende che non hanno immediate necessità di raccolta di capitali, ma che vogliono aumentare la loro visibilità presso gli investitori professionali.

Capitolo 3

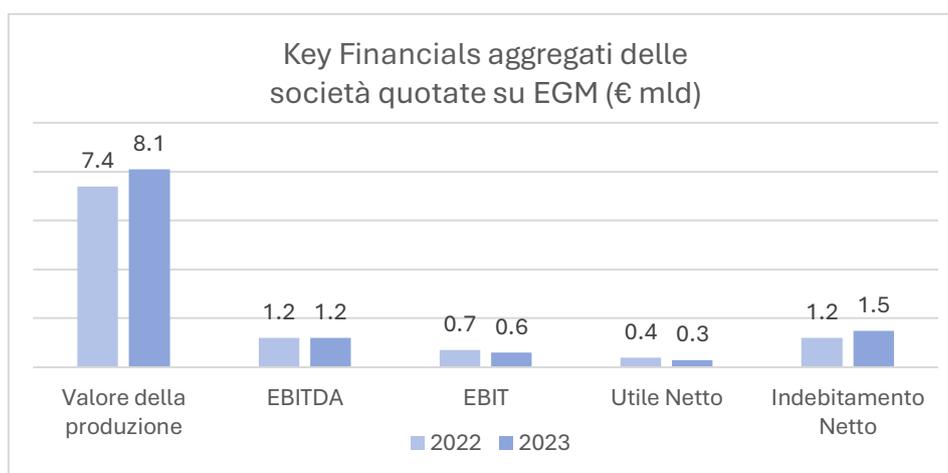
Euronext Growth Milan: analisi delle performance

3.1 Le PMI quotate: rapporto EGM 2023

Secondo i dati di Azimut Direct⁴⁰, al 31 dicembre 2023 erano 203 le società quotate su Euronext Growth Milan, per una capitalizzazione complessiva di €8,127.7 milioni. Durante lo scorso anno, sono state ammesse su EGM 34 nuove società (raccogliendo complessivamente €208.3 milioni) e ne sono state revocate 21, di cui 5 hanno deciso di quotarsi su altri listini di Borsa Italiana. Il settore tecnologico è il più rappresentato su Euronext Growth Milan, con il 18% delle società quotate, seguito dal settore dei servizi con il 16%. In terza posizione, a pari merito, si trovano i settori dei media e dell'industria, ciascuno dei quali rappresenta circa il 10% delle aziende quotate. Analizzando la capitalizzazione di mercato⁴¹, il 44% delle società presenta una capitalizzazione inferiore a €20 milioni, il 27% si colloca tra i €20 e i €40 milioni, l'11% tra i €40 e i €60 milioni, l'8% tra i €60 e i €100 milioni, mentre il 10% delle aziende ha una capitalizzazione superiore ai €100 milioni.

Per quanto riguarda il fatturato medio, esso si attesta intorno ai €46 milioni. Il 45% delle aziende registra un fatturato inferiore ai €20 milioni, il 29% ha un fatturato compreso tra €20 e €50 milioni, il 17% tra €50 e €100 milioni, mentre il top 10% supera i €100 milioni di ricavi. In termini di marginalità, l'EBITDA margin medio è del 17%. Circa il 32% delle aziende ha un margine operativo lordo (la percentuale di ricavi che restano all' dopo aver tolto dal fatturato i costi del venduto e del personale) inferiore al 10%, il 33% si colloca tra il 10% e il 20%, mentre il restante 35% registra un margine superiore al 20%.

Il 2023 non è stata sicuramente una buona annata per il segmento Euronext Growth Milan. In primis, hanno gravato fortemente soprattutto l'aumento dei tassi di interesse, la contrazione del commercio con l'estero in relazione alle tensioni geopolitiche in atto e il conseguente deterioramento delle condizioni macroeconomiche, che hanno portato a risultati negativi sotto diversi punti di vista.



Value Track (2024), FY23 Earnings Season

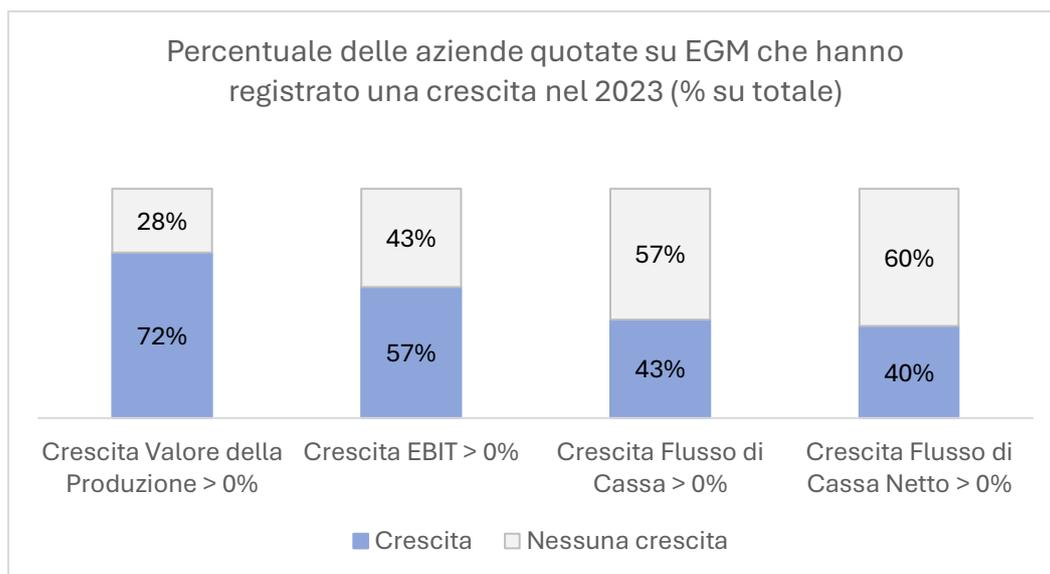
⁴⁰ Azimut Direct (2024), *Report Euronext Growth Milan*

⁴¹ SIM Integrae (2024), *EURONEXT GROWTH MILAN: Companies and Investors Analysis*

Per quanto riguarda i fondamentali delle circa 200 società quotate su EGM nel 2023, elaborati da Value Track,⁴² è possibile osservare come l'ultimo anno fiscale chiuso abbia delineato un quadro complessivamente debole. I ricavi aggregati sono cresciuti solo del 9% rispetto all'anno precedente, un risultato ben al di sotto dei tassi di crescita storici superiori al 30%.

Circa il 30% delle società ha registrato un calo dei ricavi rispetto all'anno precedente, impattando significativamente la redditività. L'EBITDA, l'EBIT e l'utile netto aggregato sono diminuiti rispettivamente del 2%, 20% e 28% su base annua, a causa della riduzione dei ricavi e dei costi legati alla crescita, risultati molto inferiori rispetto alle stime previste. La riduzione dei profitti, i forti investimenti, le spese legate all'attività di M&A e l'aumento del capitale circolante netto hanno contribuito all'erosione del *free cashflow*. A causa di questa minore disponibilità liquida, l'indebitamento netto aggregato è passato da €1.2 miliardi a dicembre 2022 a €1.5 miliardi di euro a dicembre 2023, anche se, nonostante ciò, la leva finanziaria rimane sotto controllo, con un rapporto indebitamento netto/EBITDA pari a 1.

A livello settoriale, il settore energetico ha registrato un calo significativo dei ricavi del 34% su base annua, a causa della normalizzazione dei prezzi dell'energia e soprattutto per il venir meno dei cospicui incentivi statali che avevano caratterizzato gli anni precedenti, mentre il settore tech e media hanno primeggiato con le crescite più significative.



Value Track (2024), FY23 Earnings Season

Nonostante il quadro generale poco brillante, alcune società hanno comunque mostrato risultati molto positivi. Tra queste, 21 società hanno registrato un EBITDA superiore a €15 milioni, 27 un utile netto superiore a €5 milioni e 23 hanno generato un free cash flow superiore a €2 milioni, con 6 che hanno superato i €10 milioni. Inoltre, 35 società hanno visto i ricavi crescere di oltre il 20% rispetto al 2022, di cui 8 con tassi di crescita maggiori del 50%, in parte grazie a operazioni di M&A. 12 società hanno registrato una crescita dell'EBIT superiore al 50%.

⁴² Value Track (2024), FY23 Earnings Season

Nel complesso, è significativo notare che circa 20 società hanno registrato una crescita sia a livello di ricavi, sia di profitti che di generazione di free cash flow. Questi risultati evidenziano come, nonostante un contesto complessivamente sfavorevole, vi siano comunque delle ottime opportunità di investimento tra le società quotate su EGM quali Altea Green Power, Redelfi, DBA Group e Bifire.

Passando ora all'analisi delle metriche di borsa, l'indice FTSE IT Growth ha registrato un calo di circa l'11% su base annua, riflettendo un contesto di mercato sfavorevole per le PMI. La performance appare ancora più deludente se confrontata ai ritorni del FTSE MIB e del FTSE Italia STAR, che hanno registrato rispettivamente un aumento del 29.3% e dell'1.4% rispetto al prezzo di fine anno 2022.

Come verrà approfondito nel paragrafo successivo, EGM ha sofferto e sta continuando a soffrire una significativa crisi di liquidità dei suoi titoli con volumi di negoziazione in forte calo rispetto agli anni precedenti. Anche per quanto riguarda i multipli di borsa e in fase di IPO, i titoli quotati delle PMI appaiono in forte sconto e per larga parte sottovalutati.

Nonostante le difficoltà affrontate dal mercato Euronext Growth Milan (EGM) nel 2023, alcuni segnali positivi offrono una prospettiva più ottimista per il futuro. Innanzitutto, nel corso dell'anno, sono state ammesse 34 nuove società al listino, un aumento del 31% rispetto al 2022, con un capitale totale raccolto pari a circa 306 milioni di euro, indicando una vivace domanda di imprese che hanno bisogno di accedere al mercato dei capitali.⁴³

Anche i prezzi delle azioni hanno iniziato a mostrare segni di ripresa, con il FTSE IT Growth che ha registrato un incremento dell'1,3% negli ultimi tre mesi del 2023 e del 4,3% nell'ultimo mese dell'anno. Infine, nonostante la generale under-performance, è importante sottolineare che nel 2023 86 titoli quotati su EGM hanno registrato una performance positiva, con 39 di essi che hanno ottenuto un aumento del prezzo delle azioni superiore al 20%.

Guardando al 2024, ci sono ulteriori elementi positivi che suggeriscono una possibile continuazione del trend di ripresa. In primo luogo, le previsioni macroeconomiche per l'Italia e l'UE indicano una crescita (seppur marginale) del PIL nei prossimi due anni, accompagnata da una normalizzazione dell'inflazione, che dovrebbe riavvicinarsi all'obiettivo del 2%, consentendo un allentamento della politica monetaria e un conseguente taglio dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali. Tassi minori comporterebbero una riduzione del rendimento delle obbligazioni, implicando una possibile riallocazione dei portafogli degli investitori a favore dell'equity, con potenziali benefici per il segmento EGM. Anche l'attuale valutazione a sconto dei titoli di EGM potrebbe favorire l'interesse verso questi titoli da parte di investitori in cerca di titoli value.

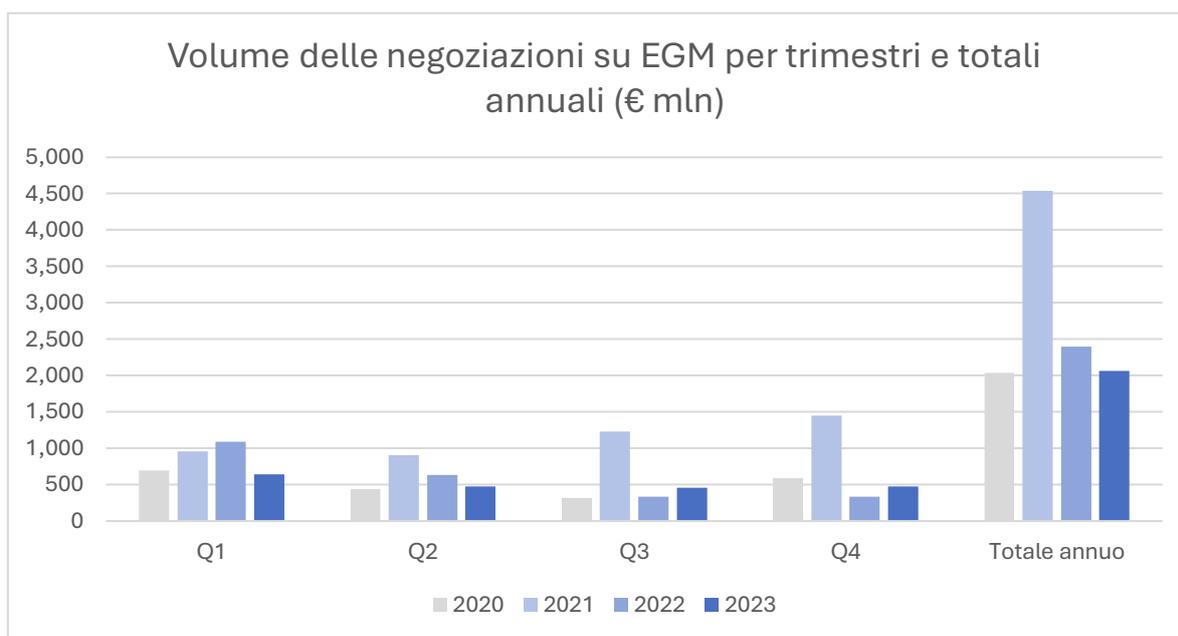
⁴³ Osservatorio ECM, IRTOP Consulting (2024), *Report Mercato EGM 2024*

3.2 Problemi di liquidità, quotazioni a sconto e il fenomeno dei delisting

Come accennato in precedenza, il segmento Euronext Growth Milan sta affrontando due principali problematiche che hanno innescato un circolo vizioso, portando a un significativo numero di delisting.

La prima problematica riguarda la crisi di liquidità e il calo generalizzato dei volumi di negoziazione. Nel 2023, infatti, i volumi di scambio hanno subito una contrazione del 14% rispetto all'anno precedente, riducendo il giro d'affari complessivo del segmento a poco più di €2 miliardi, un dato nettamente inferiore ai €4,54 miliardi registrati nel 2021, quando il controvalore delle negoziazioni era più del doppio⁴⁴. La scarsa liquidità è evidenziata anche dal fatto che solo il 16% (solo 32 titoli su 203) delle società quotate su EGM ha registrato un giro d'affari medio giornaliero superiore a €50.000 nel 2023.

Tuttavia, ci sono segnali di ripresa: nel secondo semestre del 2023, i volumi di negoziazione hanno mostrato una significativa ripresa, con un aumento del 37% nel terzo trimestre e del 43% nel quarto trimestre rispetto all'anno precedente. Inoltre, se nella prima metà del 2023 circa il 50% dei titoli non superava un turnover giornaliero di €5.000, nella seconda metà dell'anno, la percentuale di società che superava tale soglia si è ridotta significativamente, attestandosi al 16%.



Value Track (2024), *EGM Stock Guide*

Il trend negativo dei volumi di negoziazione è in parte attribuibile all'attrattività che i rendimenti delle obbligazioni hanno guadagnato a seguito dell'aumento dei tassi di interesse, spingendo molti investitori a riorientare i propri capitali dal mercato azionario all'obbligazionario.⁴⁵

Altri fattori hanno inciso su questo calo, tra cui il deflusso dai Piani Individuali di Risparmio (PIR) registrato nel 2023. I PIR, introdotti nel 2017, sono strumenti d'investimento pensati per incentivare

⁴⁴ Value Track (2024), *EGM Stock Guide*

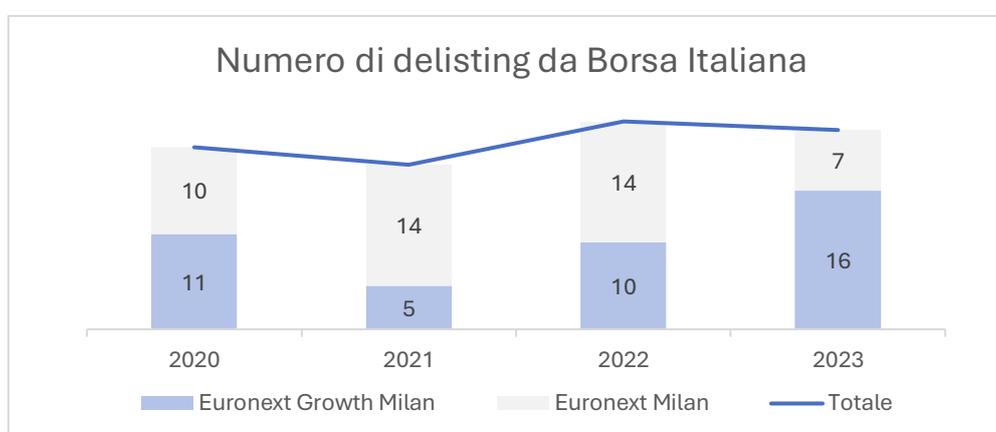
⁴⁵ La Stampa (2023), *EGM, ci sono le IPO ma manca la liquidità. Mercato "abbandonato" senza interventi strutturali*

i risparmiatori italiani a investire nelle piccole e medie imprese italiane, offrendo vantaggi fiscali sulle plusvalenze a condizione che l'investimento sia mantenuto per un minimo di cinque anni.

Questa tipologia di strumenti ha inizialmente attratto significativi flussi di capitale verso il mercato azionario italiano, contribuendo ad aumentare la liquidità sul segmento EGM, ma, raggiunto il termine dei cinque anni necessari per ottenere i benefici fiscali, molti investitori hanno scelto di liquidare i propri investimenti. Secondo i dati di Assogestioni⁴⁶, infatti, nel secondo trimestre del 2023 i PIR hanno registrato deflussi netti per quasi €610 milioni, portando a una performance negativa per il quinto trimestre consecutivo, con prelievi cumulativi che superano i €2.1 miliardi.

Il secondo problema che le PMI quotate su Euronext Growth Milan stanno affrontando è la significativa compressione delle valutazioni di mercato. Le società che si affacciano al mercato in fase di IPO, così come quelle già presenti sul listino, sono attualmente scambiate a multipli di mercato decisamente inferiori rispetto agli anni passati. In molte IPO recenti, il prezzo finale di offerta si è collocato al limite inferiore, o addirittura al di sotto, della forchetta valutativa inizialmente comunicata. Per esempio, nel 2021, il rapporto EV/EBITDA medio delle società quotate il giorno dell'ammissione era di 7,7x, un valore che è sceso a 5,6x nel 2022 e ulteriormente a 4,4x per le IPO del 2023. I multipli di valutazione dell'intero segmento EGM si attestano ai minimi degli ultimi 4-5 anni, ad uno sconto di circa il 50% rispetto al listino principale. In particolare, il rapporto EV/Sales medio si attesta all' 1,1x, l'EV/EBITDA al 5,8x e il rapporto Price/Earnings al 12,1x. Questi dati evidenziano un calo delle valutazioni di circa il 40% negli ultimi quattro anni, un ulteriore 10% rispetto al 2022 e un altro 10% da inizio 2023⁴⁷.

La contrazione dei multipli, se da un lato può rappresentare un'interessante opportunità per gli investitori, attratti dalle basse valutazioni dei titoli su EGM nella prospettiva di una futura rivalutazione più equa del mercato, dall'altro comporta un aumento delle offerte pubbliche di acquisto e dei delisting, promossi da fondi di private equity e grandi gruppi, che approfittano delle basse valutazioni per acquisire società a prezzi vantaggiosi. Una sottovalutazione così significativa delle aziende può inoltre indurre le stesse società a considerare il delisting, dato che il mercato non riesce a valorizzarle adeguatamente, considerando anche il fatto che, come abbiamo visto prima, molte azioni faticano a circolare.



Value Track (2024), *EGM Stock Guide*

⁴⁶ Assogestioni (2024), *Relazione annuale 2024*

⁴⁷ SIM Integrae (2024), *EURONEXT GROWTH MILAN: Companies and Investors Analysis*

Ridimensionamento delle quotazioni e scarsa liquidità stanno causando così il fenomeno dei numerosi delisting che caratterizza da diversi anni sia il segmento principale di Piazza Affari che EGM, facendo perdere circa €55 miliardi di capitalizzazione a Borsa Italiana negli ultimi 5 anni.⁴⁸

Solo nel primo semestre del 2024, sono diversi i delisting che hanno interessato Piazza Affari. Tra questi, CNH Industrial ha deciso di lasciare volontariamente il mercato italiano per concentrarsi sulla quotazione al New York Stock Exchange, dove i volumi di scambio sono più elevati. Altre società che hanno seguito questo percorso includono Tod's, che ha motivato la scelta con la necessità di perseguire piani di crescita più flessibili, e Saras, acquisita dalla Vitol e destinata al delisting. Anche Pierrel e Renergetica hanno abbandonato il mercato azionario italiano a seguito di offerte pubbliche di acquisto finalizzate al delisting.

Se da un lato ci sono fattori di mercato che scoraggiano le imprese dal rimanere quotate, dall'altro emergono spesso anche motivazioni interne. Una società privata sicuramente non è soggetta agli stessi obblighi di rendicontazione ed oneri burocratici di una società pubblica, non deve preoccuparsi delle comunicazioni al mercato né prioritizzare la sua politica dei dividendi.

Spesso, le aziende scelgono di delistarsi per avere maggiore libertà nell'intraprendere progetti di sviluppo significativi, che potrebbero essere messi in secondo piano quando sono quotate in borsa. Gli investitori, infatti, tendono a focalizzarsi sulla crescita di breve periodo e una società quotata potrebbe vedere una reazione negativa del mercato a un bilancio in perdita, anche se dovuto a importanti investimenti strategici per il futuro. Infine, con l'emergere di alternative al finanziamento tradizionale, come il private equity, le aziende trovano nuove vie per raccogliere capitali senza doversi rivolgere al mercato azionario.

⁴⁸ Il Sole 24 Ore (2024), *La Borsa e le sue porte girevoli, perché la grande sbornia è lontana*

3.3 Le IPOs su EGM nel 2022

3.3.1 Processo e funzionamento delle Initial Public Offerings

Con il termine Initial Public Offering (IPO), in italiano Offerta Pubblica Iniziale, si fa riferimento all'offerta al pubblico delle azioni di una società che intende quotarsi su una borsa valori per la prima volta. Dunque, l'IPO è il processo attraverso il quale una società privata offre l'opportunità al pubblico di entrare nell'azionariato della azienda, attraverso l'acquisto di una quota di partecipazione.

Nell'ambito delle IPO, è possibile distinguere tra tre diverse tipologie di offerte, in base alla natura delle azioni vendute al pubblico (preesistenti o di nuova emissione).

Nelle Offerte Pubbliche di Sottoscrizione (OPS), le società emettono nuove azioni da vendere al pubblico, raccogliendo nuovi capitali e aumentando così la propria patrimonializzazione. Si noti come questo tipo di offerta può comportare la diluizione delle quote degli azionisti esistenti.

In una Offerta Pubblica di Vendita (OPV), invece, gli azionisti esistenti vendono parte o tutte le loro azioni al pubblico. Questo tipo di offerta, dunque, non comporta l'aumento di capitale sociale, ma permette agli azionisti esistenti di liquidare le proprie quote di partecipazione. Si pensi al mondo del private equity e, ad esempio, all'IPO di SECO nel 2021 - società nella quale aveva investito Fondo Italiano d'Investimento. Tuttavia, solitamente i fondi di private equity effettuano le proprie exit vendendo privatamente le partecipazioni delle società nelle quali avevano investito.

Infine, tramite un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione e Vendita (OPVS) è possibile allo stesso tempo raccogliere nuovo capitale e permettere agli azionisti esistenti di vendere parte delle loro quote.

Già da queste prime informazioni, è evidente come la quotazione risponde efficacemente a diverse esigenze aziendali. Oltre reperire capitali e liquidare le partecipazioni dei soci esistenti, quotarsi in Borsa consente anche di ottenere maggiore visibilità, aumentare il prestigio della società ed attrarre investitori istituzionali⁴⁹.

Infatti, la quotazione in borsa istituzionalizza una società, facendola percepire come più prestigiosa, solida e credibile agli occhi di tutti i suoi stakeholder. Le società quotate devono infatti adeguarsi a standard di governance, controllo e trasparenza particolarmente apprezzati dagli investitori istituzionali. Inoltre, l'attenzione e l'interesse da parte di analisti e investitori verso le novità del listino contribuiscono ad aumentare la visibilità della società.

Un ulteriore vantaggio è costituito dalla presenza di una valutazione di mercato dell'azienda che fornisce un riferimento chiaro e trasparente per potenziali bidder, rendendo più semplice e accurato il processo di valutazione rispetto a quello di una società privata, di cui si dispongono meno informazioni.

Questi tre fattori - istituzionalizzazione, maggiore visibilità e valutazione di mercato - rendono le società quotate target molto appetibili per potenziali acquisizioni e operazioni di M&A da parte di grandi gruppi e fondi di private equity. Non a caso la metà dei delisting avvenuti su EGM nel 2022 sono dovuti alle acquisizioni delle società tramite l'avanzamento di Offerte Pubbliche di Acquisto (come spiegato nel paragrafo 3.4.2).

⁴⁹ Euronext (2024), *Borsa Italiana per le PMI*

Inoltre, vendere azioni sul mercato permette di ampliare la base azionaria senza dover cedere il controllo della società. Le azioni in circolazione, alle quali si fa riferimento con il termine “flottante”, tendono ad essere detenute da molti piccoli investitori, risultando in partecipazioni frammentate e limitando così il rischio di perdita del controllo da parte degli azionisti principali.

Analizzati i benefici e i vantaggi della quotazione in borsa, è fondamentale considerare anche i costi e i rischi che questa operazione comporta.

Partendo dai costi⁵⁰, le società che hanno intenzione di quotarsi devono sostenere varie spese amministrative come i costi per certificare i bilanci, per redigere la documentazione richiesta, promuovere l’operazione ed in generale tutte le spese per i consulenti che partecipano al processo di quotazione (banche d’affari, società di revisione, studi legali e società di comunicazione).

Poi vi sono i costi variabili e le fee che dipendono dall’ammontare raccolto, come la fee che spetta alla banca d’affari che coordina l’operazione (underwriter) che solitamente è pari al 7% del capitale raccolto. Inoltre, vi sono delle tasse da corrispondere alla società che gestisce il listino sul quale avviene la quotazione. Ad esempio, Borsa Italiana presenta un listino prezzi piuttosto complesso che prevede una tassa di ammissione e dei corrispettivi annui, entrambi in ragione della capitalizzazione delle società quotate e del listino scelto.

Per quotarsi sul segmento EGM la tassa di ammissione parte da €20.000 se la capitalizzazione è minore di 20 milioni ed arriva a €30.000 più €250 ogni milione di euro di capitalizzazione oltre i 30 milioni. Il corrispettivo annuale invece parte da un floor di €18.000 fino a un massimo di €430.000 nel caso di capitalizzazioni uguali o superiori ai 9 miliardi. A questi costi bisogna necessariamente aggiungere tutte le spese che ogni anno dovrà sostenere la società quotata come i costi per l’obbligatorio ufficio dedicato alle investor relations o la produzione della rendicontazione richiesta.

È importante sottolineare che la Legge di Bilancio 2024 ha confermato la concessione di un credito di imposta del 50%, fino a un importo massimo di €500.000, per i costi di consulenza finalizzati alla quotazione in Borsa delle PMI italiane, secondo la definizione europea.

A livello di rischi non è possibile ignorare il pericolo di scalate ostili ai quali ci si espone aprendo il capitale sociale al mercato o al rischio di fluttuazioni del valore delle azioni a causa dei movimenti del mercato che potrebbero portare ad una sottovalutazione aziendale.

Passando ora al processo che porta alla quotazione⁵¹, dopo aver deciso di quotarsi in borsa, una società deve scegliere a quale underwriter affidarsi per il coordinamento dell’emissione delle azioni e nel frattempo deve predisporre i dati finanziari ed il piano industriale con le indicazioni prospettiche dei valori di bilancio e conto economico (business plan).

Una volta dato l’incarico all’underwriter, quest’ultimo procede a definire in primis la struttura dell’offerta. La maggior parte delle IPO prevede che sia l’underwriter stesso, insieme a un sindacato di sottoscrittori (sempre banche d’affari), ad acquistare tutti i titoli emessi dalla società per poi rivenderli. Questo processo, noto come *firm commitment*, assicura alla società emittente che le azioni

⁵⁰ Borsa Italiana (2024), *Corrispettivi di ammissione e quotazione*

⁵¹ Richard Brealey, Stuart Myers, Sandro Sandri (2021), *Principi di finanza aziendale – 8ª Edizione*

verranno vendute e che essa incasserà il capitale previsto, trasferendo il rischio di vendita all'underwriter.

Alternativamente, anche se in maniera più rara, è possibile procedere secondo il modello della miglior offerta. In questo caso, l'underwriter si impegna a raccogliere più capitale possibile ma non garantisce che tutte le azioni verranno vendute. Questo modello è spesso associato alla clausola *all-or-none*, secondo la quale, se la domanda di azioni non è sufficiente a coprire l'intera offerta, l'emissione viene annullata.

Una terza tipologia è quella dell'IPO ad asta. In questo modello, il prezzo delle azioni viene determinato attraverso un processo di asta in cui si raccolgono le varie domande di acquisto. Gli investitori presentano le loro offerte indicando il numero di azioni desiderato e il prezzo che sono disposti a pagare. Si inizia dalle offerte più alte e si procede fino a quando la domanda cumulativa eguaglia l'offerta. Alla fine, tutte le azioni vengono vendute al prezzo più basso raggiunto, noto anche come prezzo di equilibrio. Questo metodo permette di scoprire il prezzo di mercato attraverso la concorrenza tra gli investitori, teoricamente ottenendo un prezzo più equo e trasparente rispetto alla tradizionale allocazione di prezzo.

La gestione del rischio risulta cruciale nella strutturazione di un'IPO. Come accennato in precedenza, uno dei primi motivi per cui si costituiscono i sindacati di sottoscrizione è proprio la necessità di distribuire il rischio tra più soggetti, anziché far ricadere tutto su un'unica banca d'affari. I sindacati, composti da diverse banche d'investimento, collaborano per acquistare e distribuire le azioni emesse, riducendo così l'esposizione di ciascuna banca ai rischi associati all'operazione.

Per limitare ulteriormente i rischi associati al *firm commitment*, è possibile includere una *greenshoe provision*, più propriamente chiamata clausola di *over-allotment*. Questa clausola consente all'underwriter di vendere allo scoperto fino al 15% di azioni in più rispetto all'offerta originale previste, riacquistandole dalla società emittente al prezzo prestabilito.

Se l'IPO ha successo e la domanda è elevata, l'underwriter esercita la *greenshoe*, acquistando le azioni aggiuntive dalla società al prezzo di emissione. Al contrario, se l'IPO non va come previsto e il prezzo delle azioni scende, l'underwriter per stabilizzare e rialzare il prezzo del titolo, ricompra sul mercato il 15% di *over-allotment* (realizzando così un guadagno da trading, visto che i titoli dell'*over-allotment* sono stati ceduti in collocamento al prezzo di offerta e sono stati riacquistati sul mercato a un prezzo inferiore)

Nonostante i rischi legati al *firm commitment*, i dati storici mostrano che nel 70% dei casi il prezzo delle azioni tende a salire il giorno dell'IPO, generando ritorni immediati in media pari al 18.4% secondo un fenomeno generalmente chiamato "IPO Pop"⁵². Tuttavia, è anche noto che, dopo i primi giorni di forte performance, i prezzi tendono spesso a calare nel medio-lungo periodo.⁵³ Per mitigare questo rischio, viene spesso prevista una clausola di lock-up. Questa clausola obbliga gli investitori a mantenere le loro azioni per un periodo minimo di 180 giorni prima di poterle rivendere sul mercato, in modo tale da stabilizzare il prezzo ed evitare bruschi ribassi.

⁵² Nasdaq (2021), *Trends in IPO Pops* by Phil Mackintosh

⁵³ Nasdaq (2021), *What Happens to IPOs Over the Long Run?* by Phil Mackintosh

Una volta definita la struttura dell'offerta, inizia la fase di *due diligence*. Questa fase prevede la raccolta, verifica e presentazione delle informazioni rilevanti sulla società. In particolare, durante la *due diligence*, consulenti legali e finanziari insieme all'underwriter analizzano e certificano i dati finanziari, commerciali e legali della società per garantire che tutte le informazioni, che verranno poi fornite agli investitori, siano veritiere, accurate e complete.

Successivamente, inizia la stesura del documento di ammissione, chiamato anche prospetto informativo, documento fondamentale che fornisce agli investitori una panoramica completa della società e dell'IPO. Esso, infatti, include informazioni dettagliate circa l'attività dell'azienda, la struttura societaria, la governance e la strategia di business. Il prospetto deve inoltre specificare i dettagli dell'offerta, come il numero di azioni emesse, il range di prezzo proposto ed eventuali clausole come la *greenshoe provision* o il *lock-up*.

Prima della pubblicazione definitiva del prospetto, l'underwriter redige anche prospetti preliminari, noti come "*red herring*", che vengono utilizzati per sondare l'interesse degli investitori in vista del *roadshow*.

In seguito, si procede con la definizione del range valutativo dell'azienda attraverso principalmente tre metodi di valutazione. Il primo metodo, il *Discounted Cash Flow Model* (DCF), valuta l'azienda basandosi sulle previsioni dei flussi di cassa che la società genererà in futuro, i quali vengono scontati al costo medio ponderato del capitale (WACC) e sommati, ottenendo una valutazione che riflette la capacità aziendale di generare flussi di cassa nel tempo.

Un secondo approccio prevede di confrontare la società che intende quotarsi con altre imprese simili già listate in borsa, utilizzando multipli di mercato come il rapporto prezzo/utili (P/E) o Enterprise Value su EBITDA (EV/EBITDA). Così facendo è possibile stimare quanto in genere il mercato valuta aziende comparabili, fornendo un range di valutazione applicabile alla società in questione. Il terzo approccio, anch'esso basato sui multipli, esamina, invece, le operazioni di acquisizione passate per determinare a quale valore società simili sono state acquisite (*Precedent Transactions*).

Una volta conclusa l'istruttoria di Borsa Italiana ed ottenuto il nulla osta al Prospetto Informativo da parte della CONSOB, si passa alla fase del *roadshow*. Il *roadshow* prevede una serie di incontri e presentazioni organizzate dall'underwriter, durante le quali i ruoli apicali della società, unitamente al responsabile delle *Investor Relations* e i rappresentanti delle banche d'affari incontrano potenziali investitori istituzionali. Lo scopo del *roadshow* è quello di promuovere l'IPO, presentare la società e raccogliere impegni preliminari di acquisto delle azioni - processo noto come *book building*.

Raccogliendo le manifestazioni di interesse e le offerte di acquisto da parte degli investitori, l'underwriter ottiene un riscontro circa la domanda di mercato per le azioni ed il prezzo di offerta proposto, che dovrebbe bilanciare le esigenze di raccolta fondi della società con la volontà di assicurare una buona performance del titolo sul mercato.

Trovare l'equilibrio tra una buona performance di borsa e la massimizzazione del capitale raccolto non è mai semplice. Spesso, per alimentare la domanda delle nuove azioni in borsa, gli underwriter quotano il titolo a un prezzo inferiore rispetto al suo valore teorico, un fenomeno noto come *underpricing*⁵⁴.

⁵⁴ Alexander Ljungqvist (2007), *Handbook of Empirical Corporate Finance – Chapter 7*

Questa strategia, se da un lato favorisce una performance positiva sul mercato azionario subito dopo la quotazione (come visto in precedenza, in media +18.4%), dall'altro implica una rinuncia a raccogliere capitali aggiuntivi, una situazione comunemente descritta con l'espressione "*money left on the table*". Gli azionisti della società, infatti, avrebbero potuto ottenere più capitale se le azioni fossero state vendute direttamente a un prezzo maggiore.

Tuttavia, raramente le società emittenti si lamentano di una quotazione iniziale troppo bassa quando le azioni registrano ottime performance in borsa. Questo avviene perché, nei casi di Offerta Pubblica di Sottoscrizione, gli azionisti originari che detenevano le quote iniziali nella società beneficiano di una significativa crescita della loro ricchezza per effetto del *capital gain*⁵⁵

Il fenomeno dell'*underpricing* genera, inoltre, un'elevata domanda per le azioni IPO, al punto che queste vengono spesso razionate tra gli investitori. In altre parole, gli investitori potrebbero ricevere meno azioni di quante ne desiderino, proprio a causa dell'alta richiesta. Paradossalmente, l'unico scenario in cui un investitore riesce ad ottenere tutte le azioni richieste è quando la domanda per quell'IPO è bassa, il che generalmente comporta scarsi rendimenti.

Questo effetto è noto come la "maledizione del vincitore"⁵⁶, dove l'investitore "vincitore" dell'allocazione piena si trova ad aver acquistato in una situazione di debole domanda, con potenziali ritorni limitati o addirittura negativi.

⁵⁵ Tim Loughran, Jay R. Ritter (2002), *Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs?*

⁵⁶ Cornell University (2017), *Prevalence of The Winner's Curse in Initial Public Offerings*

3.3.2 Analisi delle performance delle società ammesse su EGM nel 2022

La presente ricerca include un'analisi empirica sia delle società che si sono quotate, sia di quelle che hanno effettuato il delisting su EGM nel 2022. L'analisi esamina vari parametri contabili e di borsa delle 32 società oggetto di studio nel triennio 2021-2023, al fine di approfondire caso per caso l'evoluzione di queste aziende e l'impatto che tali operazioni hanno avuto sulle principali metriche aziendali, quali ricavi, margine operativo lordo, utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta, capital expenditure e numero di dipendenti (è possibile accedere al [dataset](#) tramite il link incorporato).⁵⁷

È stato scelto l'anno 2022 come periodo di quotazione/delisting per consentire la valutazione dei bilanci delle società più recenti ad un anno dall'operazione, utilizzando i bilanci del 2023, e per evitare le anomalie legate all'anno 2020, influenzato dalla pandemia.

Si precisa che lo studio non si propone come un'analisi statistica della correlazione tra quotazione/delisting e le variabili esaminate, ma bensì come un caso studio aggregato delle società che hanno effettuato le operazioni straordinarie oggetto di studio per offrire così una panoramica dell'impatto di tali operazioni.

Nel 2022, sono 22 le società che sono state ammesse sul listino Euronext Growth Milan (contando quelle ammesse al Segmento Professionale arriverebbero a 26). Principalmente è il Nord a contribuire maggiormente al numero di IPO (16 su 22), mentre i settori più diffusi sono quello industriale e tech (6 quotazioni in entrambi i settori).⁵⁸

Quotazioni su EGM nel 2022 - Regioni		
Regione	Valore assoluto	Percentuale
Lombardia	8	36%
Veneto	5	23%
Lazio	3	14%
Liguria	2	9%
Piemonte	1	5%
Toscana	1	5%
Campania	1	5%
Sicilia	1	5%
Totale	22	100%

Quotazioni su EGM nel 2022 - Settori		
Regione	Valore assoluto	Percentuale
Industria	6	27%
Tecnologia	6	27%
Energia	2	9%
Servizi	2	9%
Healthcare	2	9%
Moda e Lusso	2	9%
Chimica	1	5%
Alimentare	1	5%
Totale	22	100%

Borsa Italia (2023): Quotazioni IPO e matricole

Entrando nel merito dell'analisi delle performance, si può notare come la stragrande maggioranza delle società abbia aumentato nel triennio 2021-2023 il proprio fatturato, registrando un CAGR pari al 8.6% nei ricavi aggregati delle 22 società. Secondo le analisi di Banca Profilo⁵⁹, i ricavi medi delle società quotate su EGM nel 2021 erano pari a €37 milioni, passati a €56 milioni nel 2023 (CAGR 14.8%), evidenziando come nel triennio 2021-2023, generalmente le società listate su EGM abbiamo visto una crescita nel loro fatturato.

⁵⁷ Il dataset è stato creato utilizzando come fonte i bilanci ufficiali pubblicati dalle società, mentre le metriche di borsa sono state raccolte da Borsa Italiana e Teleborsa. Pertanto, si rimanda ai siti web delle società (dove è possibile scaricare i bilanci annuali), al sito di Borsa Italiana e di Teleborsa come fonti.

⁵⁸ Borsa Italia (2024): *Quotazioni IPO e matricole*

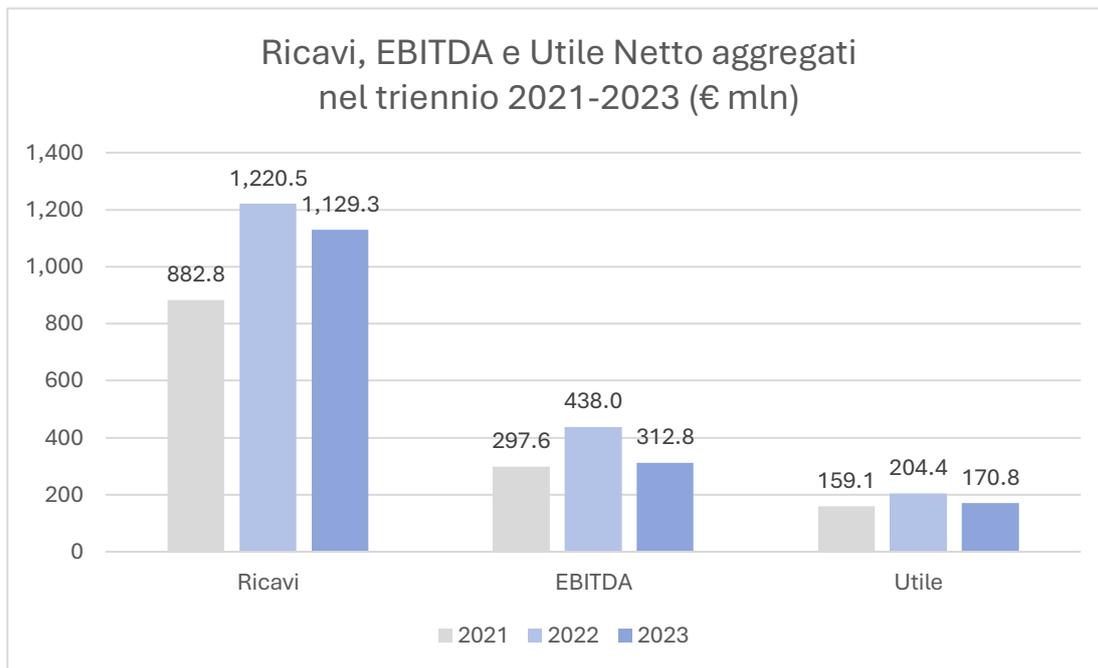
⁵⁹ Banca Profilo (2024): *EGM Analysis – Q12024* by Francesca R. Sabatini, Enrico Luca, Michele Calusa.

Da sottolineare come alcune società abbiano registrato incrementi straordinari: Renovalto ha incrementato i suoi ricavi di 5 volte, Altea Green Power di 6 e Redelfi addirittura di 12.

Queste crescite eccezionali sono spesso di natura esogena, dovute ad acquisizioni realizzate nel periodo e alla conseguente redazione di bilanci consolidati che includono i valori delle società partecipate. Solo 3 società (Saccheria F.lli Franceschetti, Impianti e G.M. Leather) hanno subito un decremento del fatturato.

Per quanto riguarda la marginalità, le società che hanno performato positivamente sono state poco più delle metà (13 su 22) e, a livello aggregato, l'EBITDA delle 22 società ha registrato una crescita annua composta del 1.7%. I decrementi di marginalità sono da ricondursi, nella maggior parte dei casi, all'aumento generale dei prezzi delle materie prime e dell'energia al quale abbiamo assistito, dovuto alle tensioni geopolitiche con la Russia e la Cina e allo scoppio della guerra in Ucraina.

Infine, analizzando la "bottom line" dei conti economici della società, si osserva come solo il 50% delle aziende analizzate sia riuscito ad incrementare gli utili dal 2021 al 2023. Non sono pochi i casi di aziende che hanno riportato una perdita nel 2023, in quanto più del 20% delle aziende ha chiuso l'ultimo anno in rosso. Cumulativamente, l'utile netto generato dalle 22 società è passato da €159.1 milioni ad €170.8 milioni - CAGR del 2.4%. In molti casi, le perdite registrate sono dovute ai costi e agli investimenti straordinari che le società hanno sostenuto per finanziare acquisizioni, entrare in nuovi mercati o, più generalmente, sviluppare le proprie attività.



Dataset⁵⁷

È molto interessante notare come la quotazione in borsa sia stata per molte aziende un primo passo verso l'apertura ad altre operazioni di finanza straordinaria, in particolare operazioni di M&A, volte ad ampliare o consolidare le proprie linee di business. Questo è evidenziato dai dati riguardanti le acquisizioni che le società hanno finalizzato dopo l'IPO. Talvolta, la quotazione ha anche stimolato l'apertura a nuovi mercati, come nel caso di Solid World Group.

Passando ora alle passività di bilancio, si può osservare una significativa crescita della patrimonializzazione complessiva delle società, che è aumentata da €557,1 milioni nell'anno prima dell'IPO a €1.176,7 milioni un anno dopo la quotazione, a fronte di una raccolta di capitale complessiva nel 2022 di €901,5 milioni⁶⁰. Ciò ha impattato sensibilmente il ROE medio che è diminuito dal 26% nel 2021 all' 11% nel 2023.

Contestualmente, la raccolta di capitali da parte delle aziende non è avvenuta solo tramite l'emissione di nuove azioni, ma è stata accompagnata anche da un incremento dell'indebitamento (scelta discutibile, dato l'aumento dei tassi d'interesse che ha caratterizzato proprio il periodo oggetto d'analisi). La posizione finanziaria netta delle 22 società, che nel 2021 era di €57.4 milioni, è peggiorata sensibilmente arrivando, nel 2023, a €282.1 milioni di debiti finanziari cumulati al netto delle disponibilità liquide, rimanendo tuttavia al di sotto di 2 volte l'EBITDA in 17 casi su 22. Pertanto, l'incremento dell'indebitamento risulta essere compatibile ed allineato con le strategie aziendali di crescita e l'aumento degli interessi passivi pare non rientrare tra le principali cause di scarsa performance delle aziende che hanno riportato una perdita nel 2023.

A riprova della quotazione in borsa come strumento per finanziare la crescita esterna, è possibile notare come le 22 imprese abbiano raddoppiato le priorie spese in conto capitale nel periodo oggetto d'analisi. Nel 2021, le società avevano investito nelle proprie immobilizzazioni un totale di €84.7 milioni, mentre nel 2023 gli investimenti totali ammontavano a €169.6 milioni. Anche il numero medio di dipendenti è cresciuto sensibilmente: se nel 2021 le società impiegavano in totale 2,238 persone, nel 2023 il personale è cresciuto, arrivando a 3,522 impiegati.

Infine, per quanto riguarda le performance di borsa, solo 8 titoli su 22 hanno registrato un incremento del prezzo rispetto al primo giorno delle negoziazioni. Il ritorno medio dei titoli che hanno performato positivamente è del 104.7%, con alcune azioni come Altea Green Power e Redelfi cresciute di oltre il 200%. Invece, i 14 titoli che hanno performato negativamente, hanno subito un calo medio del prezzo pari al 46%, con 6 titoli che hanno perso nel giro di 2 anni più della metà del proprio valore.

Risulta difficile generalizzare circa le cause che hanno portato alla perdita di valore subita da molte delle società neo-quotate, tuttavia, è possibile analizzare dei casi in particolare. Per esempio, per Farmacosmo e Impianti il decremento di valore è strettamente legato alla performance negativa riportata nei bilanci 2023, mentre, è possibile notare alcuni casi nei quali, nonostante le performance positive a livello economico e la bontà dei fondamentali, le società hanno perso valore in borsa. Società come ErreDue e High Quality Food, secondo gli analisti⁶¹, presentano un *fair value* ben al di sopra dell'attuale prezzo di mercato ma, ciò nonostante, hanno registrato performance di borsa molto negative. In questi casi, le debolezze strutturali di mercato (come la mancanza di liquidità) e aspettative troppo ottimiste (poi disattese) potrebbero aver giocato un ruolo decisivo nelle scelte degli investitori.

Nel complesso, il portafoglio composto in parti uguali dalle 22 società ha garantito un ritorno positivo dell'8.8%, ben superiore al rendimento dell'indice FTSE Italia Growth (composto dalle oltre 200 società quotate su EGM) che ha perso il 20.5% negli ultimi 2 anni, ma inferiore al rendimento che si

⁶⁰ Azimut Direct (2023), *Report Euronext Growth Milan – principali statistiche al 31.12.2022*

⁶¹ ValueTrack (2024), *KPIs of 1H24 fully supporting expectations*

sarebbe potuto ottenere investendo nel FTSE MIB, il quale ha registrato una performance del +37.9%, soprattutto grazie all'incremento di valore dei titoli bancari.

Pertanto, investire nelle nuove quotazioni dell'EGM non si dimostra sempre una strategia vincente per l'investitore. Tuttavia, è importante sottolineare che alcuni titoli sono riusciti a offrire ritorni eccezionali grazie alla loro crescita significativa. Investire nelle PMI può comunque offrire ottimi spunti a livello di diversificazione del portafoglio. Considerando che solo 1 dei 22 titoli ha un beta superiore all'unità, molti titoli sembrano non avere correlazione con il mercato (con beta intorno allo 0) o addirittura presentano beta negativi.

3.4 I delistings da EGM nel 2022

3.4.1 Processo e funzionamento dei delisting e delle OPA

Se attraverso un'IPO le società private vengono ammesse alla negoziazione sulle borse valori, con il delisting avviene il processo opposto: una società quotata in borsa ritorna ad essere privata revocando il proprio titolo dal mercato. Le tipologie di delisting si suddividono in due categorie fondamentali: il delisting volontario, deciso dalla proprietà della società, e il delisting obbligatorio, imposto dalla borsa valori.

Come discusso nei paragrafi precedenti di questo capitolo, il delisting volontario può essere motivato sia da debolezze strutturali della borsa sulla quale la società è quotata, sia da ragioni specifiche interne alla società stessa. In generale, una società può considerare il delisting quando ritiene che il mercato non stia apprezzando adeguatamente il suo valore.

Al contrario, il delisting obbligatorio è imposto da Borsa Italiana quando una società non rispetta i criteri e i requisiti necessari per mantenere la quotazione su un mercato regolamentato. Il regolamento di Borsa Italiana⁶² stabilisce che, in situazioni in cui non è più possibile garantire un mercato normale e regolare per un determinato titolo, le negoziazioni possono essere temporaneamente sospese o revocate in modo definitivo. La decisione di revocare un titolo dalla quotazione si verifica in particolare quando emergono comportamenti della società considerati non conformi alle regole o potenzialmente dannosi per gli investitori. Ad esempio, può avvenire in caso di inadempimento degli obblighi associati alla quotazione, o quando la società è ammessa a procedure concorsuali. Un'altra causa di revoca è rappresentata dal deterioramento delle performance economico-finanziarie della società, con un conseguente decremento del prezzo delle azioni.

Presa la decisione di revocare il titolo, Borsa Italiana, comunica questa intenzione alla società, specificando i motivi della revoca. Quest'ultima ha 15 giorni per rispondere per iscritto e per richiedere un incontro per discutere la situazione. La decisione finale viene presa entro 60 giorni dall'invio della comunicazione iniziale.

Tuttavia, la fattispecie più comune che porta al delisting è l'avanzamento di un'Offerta Pubblica d'Acquisto (OPA). Attraverso un'OPA una società *bidder* avanza un'offerta destinata agli azionisti di una società target per acquistare le loro azioni. Si considera pubblica un'offerta se rivolta a più di 150 azionisti o se il valore complessivo dei titoli oggetto di offerta supera gli 8 milioni di euro. L'OPA prevede il pagamento delle azioni che si intende comprare in denaro, alternativamente tramite un'offerta pubblica di scambio, il corrispettivo per chi accetta di aderire all'offerta è un altro prodotto finanziario. Il prezzo dell'offerta in un'OPA deve essere almeno pari al prezzo medio ponderato delle azioni registrato negli ultimi 12 mesi e in media include anche un premio rispetto a questo valore del 15%.

Per lanciare un'OPA, la società *bidder* deve effettuare una comunicazione preventiva alla CONSOB, includendo un documento che fornisca tutte le informazioni necessarie affinché il pubblico possa valutare correttamente l'offerta. Tra queste informazioni, è necessario includere il prezzo offerto per le azioni, il numero di azioni che si intende acquistare e le motivazioni dell'offerta stessa. Successivamente, la società target deve rispondere con un comunicato destinato al pubblico che

⁶² Borsa Italiana (2024), *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*

includa il proprio giudizio sull'operazione ed eventuali fatti significativi non ancora comunicati nei documenti finanziari recenti come l'ultimo bilancio o la situazione infrannuale.

Esistono due principali tipologie di OPA: volontaria e obbligatoria. Nell'OPA volontaria, l'offerente decide spontaneamente di presentare un'offerta agli azionisti della società target, i quali possono scegliere se accettarla o meno. Nell'OPA obbligatoria, invece, l'offerente è costretto ad avanzare un'offerta a tutti gli azionisti dopo aver superato una certa soglia di partecipazione al capitale sociale.

In aggiunta, un'OPA può essere definita amichevole, in cui il consiglio di amministrazione della società target approva l'offerta e consiglia ai suoi azionisti di accettarla, o ostile, nel caso in cui il management si oppone all'offerta.

Partendo dalla tipologia più comune di offerta pubblica di acquisto, l'OPA obbligatoria totalitaria è prevista quando un soggetto supera la soglia del 30% del capitale sociale di una società quotata. Secondo l'articolo 106 del TUF, il soggetto ha l'obbligo di promuovere un'offerta rivolta a tutti i detentori di titoli della società. Questa misura ha l'obiettivo di proteggere gli azionisti di minoranza, offrendo loro l'opportunità di uscire dall'investimento alle stesse condizioni proposte al mercato.

L'OPA obbligatoria di consolidamento, invece, scatta quando un soggetto, già titolare di una partecipazione rilevante, superiore al 30% ma inferiore alla maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, effettua acquisti che superano il 5% del capitale o ottiene un incremento dei diritti di voto oltre il 5%.

L'ultima tipologia di OPA obbligatoria è quella residuale che scatta quando, a seguito di un'OPA totalitaria, la società *bidder* raggiunge una partecipazione del 95% o più del capitale della società target. In questa situazione, il soggetto offerente è obbligato a comprare i titoli residui da chi ne faccia richiesta, al medesimo prezzo dell'offerta precedente. Inoltre, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% (anche non a seguito di OPA), deve acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta, a meno che non ricostituisca un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni entro 90 giorni. In questo caso, infatti, l'istituto trova applicazione non solo per tutelare gli azionisti ma per evitare un problema di mercato, in quanto un flottante del 10% non è sufficiente a garantire una negoziazione regolare.

Per tutelare l'acquirente, esiste un istituto simile chiamato "*squeeze out*". Secondo la normativa, tale istituto dà diritto all'acquirente, che attraverso un'OPA abbia acquisito il 95% delle azioni di una società, di acquistare anche il 5% di azioni rimanenti, entro 3 mesi e previa indicazione nel documento di offerta.

Il Decreto Competitività (Legge n. 116 dell'11 agosto 2014) ha apportato modifiche significative alla disciplina delle società quotate, tra cui l'introduzione della possibilità di prevedere nello statuto la maggiorazione dei diritti di voto. Di conseguenza, il parametro per l'applicazione delle OPA obbligatorie non è più il superamento del 30% del capitale sociale, ma il superamento del 30% dei diritti di voto. Inoltre, il decreto prevede che per le PMI, definite come società con un fatturato inferiore a 300 milioni di euro e una capitalizzazione media inferiore ai 500 milioni di euro, sia possibile stabilire una soglia diversa per l'attivazione dell'OPA obbligatoria. Questa soglia, che deve essere specificata nello statuto della società, può variare tra il 25% e il 40% dei diritti di voto.

3.4.2 Analisi delle performance delle società delistate da EGM nel 2022

Dopo aver analizzato l'evoluzione delle 22 aziende che si sono quotate su EGM nel 2022 ed aver spiegato il processo e il funzionamento dei delisting e delle OPA, è possibile analizzare ora quali sono stati gli effetti e le cause che hanno portato al delisting delle 10 società che nel 2022 hanno deciso (per volontà o forza) di lasciare il listino dedicato alle PMI.

Delisting da EGM nel 2022 - Tipologia		
Società	Tipologia di delisting	Settore
Assisteca S.p.A.	OPA	Assicurativo
Energica Motor Company S.p.A.	OPA	Automotive
Giorgio Fedon & Figli S.p.A.	OPA	Fashion
Siti B&T Group S.p.A.	OPA	Industria
Sourcesense S.p.A.	OPA	Servizi IT
Net Insurance S.p.A.	Translisting su segmento STAR	Assicurativo
Revo Insurance S.p.A.	Translisting su segmento STAR	Assicurativo
Sirio S.p.A.	Delisting obbligatorio	Ristorazione
Vetrya S.p.A.	Delisting obbligatorio	Servizi IT
Costamp Group S.p.A.	Delisting volontario	Industria

Osservatorio ECM, IRTOP Consulting (2023), *Report Mercato EGM 2022*

La tabella riportata sopra fornisce una panoramica delle tipologie di delisting verificatesi nel 2022. Si può osservare come il 50% dei delisting sono stati causati da acquisizioni tramite OPA che hanno portato, di conseguenza, alla rimozione delle società acquisite dal listino. Già da questi primi risultati, è possibile confermare che la quotazione in borsa offre effettivamente alle aziende un'ampia visibilità, portandole spesso ad essere notate e successivamente acquisite.

Generalmente, le OPA sono state promosse da grandi gruppi, spesso internazionali, che hanno visto nelle società quotate un'ottima opportunità per consolidare il proprio business. Ad esempio, Assiteca, attiva nel settore assicurativo, è stata acquisita da Howden Group, leader di settore in Europa. Analogamente, Energica Motor Company, specializzata nella produzione di moto elettriche, è stata acquisita da Ideanomics, società americana quotata al NASDAQ operante nel settore Electric Vehicles. Tuttavia, non tutte le acquisizioni sono state effettuate da società estere: ad esempio, è stata Poste Italiane a lanciare l'OPA per acquisire Sourcesense, azienda attiva nella digitalizzazione, nei servizi IT e nello sviluppo software.

Un segnale positivo è rappresentato dal translisting delle società Net Insurance e Revo Insurance sul segmento STAR di Borsa Italiana. Dopo rispettivamente 9 e 2 anni di quotazione su EGM, entrambe hanno scelto di proseguire il loro percorso in borsa entrando nel segmento più prestigioso di Borsa Italiana.

Al contrario, il percorso di Sirio e Vetrya è stato meno favorevole. Entrambe le società hanno subito forti squilibri finanziari e risultati negativi per più anni consecutivi, che hanno portato alla sospensione delle negoziazioni dei loro titoli, alla nomina di Amministratori Giudiziari e, nel caso di Vetrya, alla liquidazione definitiva della società.

Dall'analisi delle performance delle società acquisite e successivamente delistate nel 2022, emerge che, nel triennio 2021-2023, c'è stato un miglioramento generale dei ricavi, dell'EBITDA e dell'utile

netto. Quattro delle cinque aziende hanno registrato un incremento dei ricavi, mentre Siti B&T Group è stata l'unica eccezione, con una decrescita annua composta dei ricavi pari al 3,25%. Complessivamente, la crescita dei ricavi è stata del 4,26%, tenendo presente che Energica Motor Company non ha ancora pubblicato i risultati per l'anno 2023, e quindi si considera il valore del 2023 invariato rispetto all'anno precedente.

È evidente che anche la marginalità delle aziende acquisite ha beneficiato dell'operazione, principalmente grazie alla riduzione dei costi e alla creazione di sinergie con le altre società dei gruppi che hanno effettuato le OPA. A livello aggregato, l'EBITDA delle cinque società è passato da 20,6 milioni di euro a 33,4 milioni di euro, con una crescita annua composta del 17,4%, guidata in particolare dalla performance positiva di Giorgio Fedon & Figli, top performer anche per quanto riguarda l'utile netto, passato da una perdita di 2,5 milioni di euro nel 2021 ad un utile di 6,6 milioni di euro nel 2023.

Le società acquisite tramite OPA sono state le uniche a mostrare performance di borsa positive, con un incremento medio del +62% rispetto al prezzo di quotazione, mentre la media delle altre 5 società delistate è stata del -60%. I premi medi pagati per azione durante le OPA sono stati del 63,6% rispetto al prezzo medio delle azioni nei 12 mesi precedenti, con premi superiori al 100% per Assisteca e Giorgio Fedon, mentre gli altri premi pagati agli azionisti delle altre società si sono attestati intorno al 30%.

Le società che hanno effettuato il translisting sul Segmento Titoli Alti Requisiti hanno mostrato le migliori performance in termini di crescita dei ricavi, EBITDA e utile netto. Questo risultato è principalmente attribuibile alla crescita di Revo Insurance, che, nata come startup nel 2021, ha visto un incremento del fatturato da poco più di 4 milioni di euro all'anno della sua costituzione a quasi 140 milioni di euro nel 2023. Anche Net Insurance ha avuto una performance positiva, raddoppiando i suoi ricavi in soli due anni.

In termini di marginalità, l'EBITDA e l'utile netto di Net Insurance sono rimasti pressoché stabili, indicando una gestione costante dei costi e una performance operativa solida. Al contrario, Revo Insurance ha registrato una crescita sostanziale anche sotto questi aspetti, come intuibile considerando l'aumento così significativo dei ricavi.

Tuttavia, sorprende che queste società abbiano registrato dei ritorni di borsa negativi, a riprova di quanto le quotazioni sul mercato dei capitali possano discostarsi dai fondamentali delle aziende. Net Insurance, durante il suo periodo su EGM, ha perso metà del suo valore, mentre Revo Insurance ha visto una diminuzione del 10% del suo valore azionario.

Il delisting obbligatorio dei titoli di Vetrya e Sirio, come accennato, è stato determinato dalle performance negative di queste società. Vetrya è stata sottoposta al processo di liquidazione nel 2022, mentre Sirio, dopo essere stata coinvolta in indagini per bilanci gonfiati e successivamente delistata nel 2022 è stata acquisita all'inizio del 2024 dal gruppo Adastra. I risultati del 2023 mostrano segnali incoraggianti di ripresa per Sirio, suggerendo una possibile inversione di tendenza.

Infine, il delisting volontario di Costamp Group è principalmente riconducibile ad un'annata particolarmente negativa nel 2022 e al significativo deprezzamento subito dal titolo. Dalla sua quotazione, infatti, il prezzo delle azioni della società è diminuito dell'84,6%, perdendo praticamente tutto il suo valore.

Conclusione

Alla luce dello studio condotto riguardo il rapporto tra le PMI e il mercato dei capitali nel nostro Paese, è bene concludere presentando le proposte di policy ed i dossier sui quali stanno lavorando il Governo e le istituzioni Europee per migliorare la competitività del mercato dei capitali in Italia ed in Europa ed incentivare ulteriormente la quotazione.

Innanzitutto, lo scorso 5 marzo, con la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale della Legge 5 marzo 2024, n. 21⁶³, nota come Legge “Capitali”, sono state introdotte modifiche al TUF a sostegno della competitività del mercato dei capitali ed è stata delegata al Governo una più ampia riforma in materia. La legge semplifica la procedura per l’ammissione alle negoziazioni, rivede la disciplina delle autorità di Vigilanza, sopprime l’obbligo di segnalazione alla Consob delle operazioni effettuate da parte degli azionisti di controllo e modifica la disciplina degli emittenti di strumenti finanziari diffusi, tra altri interventi.

Inoltre, come evidenziando nel working paper “Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe” redatto dal Fondo Monetario Internazionale⁶⁴, l’assenza di un ecosistema di venture capital sviluppato rappresenta un freno significativo nella fase di crescita iniziale delle imprese che, spesso, culmina con la quotazione in borsa. In linea con il programma Capital Markets Union, discusso approfonditamente nel capitolo 2, favorire lo sviluppo di questi intermediari attraverso una maggiore apertura al venture capital da parte di investitori istituzionali, incentivi fiscali per la ricerca e lo sviluppo ed un focus maggiore sull’educazione in ambito tech è fondamentale per aumentare le opportunità di crescita delle PMI e soprattutto per evitare che le start-up più di successo vadano altrove per reperire finanziamenti.

Infine, il 9 settembre 2024, l'ex premier italiano ed ex presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi, ha presentato alla Commissione Europea, su richiesta dell'attuale presidente Ursula von der Leyen, il suo rapporto sul futuro della competitività europea⁶⁵, contenente 170 proposte di policy per rilanciare la competitività del continente, puntando su innovazione e transizione energetica. Prioritario l’approfondimento del mercato dei capitali e la creazione del Capital Markets Union, che possa convogliare gli oltre €1,390 miliardi di euro che ogni anno risparmiano i cittadini europei negli investimenti necessari per il rilancio della competitività nel Vecchio Continente. Tra le cause principali che ostacolano lo sviluppo del mercato dei capitali, vengono evidenziate l’eccessivo affidamento alle banche come fonte di finanziamento e la frammentazione a livello legislativo in materia capitali, mentre come proposte di policy spiccano l’intenzione di trasformare l’ESMA da un ente coordinatore delle policy nazionali ad un ente legislatore unico e comune, l’armonizzazione della normativa in ambito insolvenza, l’eliminazione di ostacoli fiscali per investimenti transfrontalieri ed infine, per convogliare il risparmio privato nel mercato dei capitali, promuovere schemi previdenziali secondari, seguendo l’esempio virtuoso di paesi come la Svezia.

È grazie a policy come quelle appena descritte che il futuro appare promettente, rendendo facile immaginare un'Europa più unita e prospera e riempiendo di speranza e voglia di fare giovani studenti.

⁶³ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana (2024), *Legge 5 marzo 2024, n. 21*

⁶⁴ International Monetary Fund (2024), *Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe* by Nathaniel Arnold, Guillaume Claveres, and Jan Frie

⁶⁵ Mario Draghi (2024), *The future of European competitiveness*

Bibliografia

1. Alexander Ljungqvist (2007), *Handbook of Empirical Corporate Finance – Chapter 7*
2. Assogestioni (2024), *Relazione annuale 2024*
3. Azimut Direct (2023), *Report Euronext Growth Milan – principali statistiche al 31.12.2022*
4. Azimut Direct (2024), *Report Euronext Growth Milan*
5. Azimut Direct (2024), *Report Euronext Growth Milan*
6. Banca Centrale Europea (2024), *Euroarea bank lending survey – Q2 2024*
7. Banca Centrale Europea (2024), *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) – Q2 2024*
8. Banca d'Italia (2022), *Bank lending to small firms: metamorphosis of a financing model*
9. Banca d'Italia (2022), *Higher capital requirements and credit supply: evidence from Italy*
10. Banca D'Italia (2020), *Firms' listings: what is new? Italy versus the main European stock exchanges*
11. Banca Profilo (2024): *EGM Analysis – Q12024* by Francesca R. Sabatini, Enrico Luca, Michele Calusa.
12. Bank of Italy (2017), *“Non-performing loans and the supply of bank credit: evidence from Italy”*, *Occasional Paper n. 317*
13. Borsa Italia (2024): *Quotazioni IPO e matricole*
14. Borsa Italiana (2023), *Regolamento Emittenti*
15. Borsa Italiana (2024), *Corrispettivi di ammissione e quotazione*
16. Borsa Italiana (2024), *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.*
17. Cerved (2023), *Rapporto Cerved PMI 2023*
18. Cerved, Confindustria (2023), *Rapporto Regionale PMI 2023*
19. Commissione Europea (2020), *Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses*
20. Commissione Europea (2020), *Raccomandazione 2003/361 e Guida dell'utente alla definizione di PMI*
21. Commissione Europea (2023), *Annual Report on European SMEs 2023/2024*
22. Commissione Europea (2023), *Direttiva Delegata (UE) 2023/2775 Della Commissione*
23. Commissione Europea (2023), *Germany - SME Fact Sheet 2023*
24. Commissione Europea (2023), *Italy - SME Fact Sheet 2023*
25. Commissione Europea (2024), *SMEs and Open Strategic Autonomy*.
 Authored by: Emanuela Sirtori (CSIL), Sara Banfi (CSIL), Giulia Canzian (CSIL), Francesco Giffoni (CSIL), Kris Bo (PPMI), Elitsa Garnizova (LSE Consulting).
26. Consiglio dell'Unione Europea (2024), *European capital markets*

27. Cornell University (2017), *Prevalence of The Winner's Curse in Initial Public Offerings*
28. Enrico Letta (2024), *Much more than a market*
29. Euronext (2024), *Borsa Italiana per le PMI*
30. European Council (2024), *What the EU is doing to deepen its capital markets*
31. Eurostat (2024), *Demographics of Europe*
32. Financial Times (2024), *In charts: why European stock markets are in crisis*
33. Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana (2024), *Legge 5 marzo 2024, n. 21*
34. Goldman Sachs (2023), *Emerging stock markets projected to overtake the US by 2030*
35. Hermann Simon (2005), *Hidden Champions of the 21st Century*
36. Il Sole 24 Ore (2024), *La Borsa e le sue porte girevoli, perché la grande sbornia è lontana*
37. International Monetary Fund (2024), *Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe* by Nathaniel Arnold, Guillaume Claveres, and Jan Frie
38. International Monetary Fund (2024), *Working Paper 24/146 - Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe* by Nathaniel Arnold, Guillaume Claveres, and Jan Frie
39. Istat (2023), *Annuario Statistico Italiano 2023*
40. La Stampa (2023), *EGM, ci sono le IPO ma manca la liquidità. Mercato "abbandonato" senza interventi strutturali*
41. Mario Draghi (2024), *The future of European competitiveness*
42. ModeFinance (2023), *REPORT PMI 2023 Tra conflitti e calamità: la sfida della crescita sostenibile*
43. Nasdaq (2021), *What Happens to IPOs Over the Long Run?* by Phil Mackintosh
44. Nasdaq, (2021), *Trends in IPO Pops* by Phil Mackintosh
45. Osservatorio ECM, IRTOP Consulting (2024), *Report Mercato EGM 2024*
46. PwC (2024), *The Italian specialized credit market for SMEs*
47. Richard Brealey, Stuart Myers, Sandro Sandri (2021), *Principi di finanza aziendale – 8a Edizione*
48. SIM Integrae (2024), *EURONEXT GROWTH MILAN: Companies and Investors Analysis*
49. SIM Integrae (2024), *EURONEXT GROWTH MILAN: Companies and Investors Analysis*
50. Statista (2023), *SMEs in Europe*
51. Tim Loughran, Jay R. Ritter (2002), *Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs?*
52. UBS (2024), *Global Investment Returns Yearbook 2024*
53. Value Track (2024), *EGM Stock Guide*
54. Value Track (2024), *FY23 Earnings Season*
55. ValueTrack (2024), *KPIs of 1H24 fully supporting expectations*

56. World Bank (2024), *Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) – Italy 2018, Germany 2022, France 2018, UK 2022, US 2022, UE 2018*