



Proposte concrete per riportare le ipo a Piazza Affari

di **Giovanni Natali***

Ho letto con interesse l'intervista rilasciata a *Milano Finanza* dal commissario Consob Carmine Di Noia il 3 luglio. Colgo l'opportunità per esporre la posizione di AssoAim sul tema. L'associazione raggruppa più di 50 società quotate su Aim Italia oltre a una ventina tra advisor, nomad, studi Legali e società di comunicazione. Il cda di AssoAim, con il contributo fondamentale del comitato scientifico presieduto dal Mario Notari, ha elaborato le proposte che seguono.

Ha ragione Di Noia: è necessario un intervento a 360° per rafforzare il ruolo dei mercati finanziari nell'Unione Europea e in particolare in Italia, dove il declino è più marcato rispetto ai maggiori Paesi Ue. La transizione digitale e green e la pandemia hanno reso ancora più impellente tale necessità, esplicitata nell'Action Plan sulla Capital Markets Union 2020. I numeri non mentono: al 31 dicembre 2008 erano quotate 336 società alla borsa di Milano. Al 31 dicembre 2020 le società quotate erano diventate 377, di cui però 138 su Aim Italia, cioè pmi arrivate in borsa negli ultimi 10 anni. Senza l'Aim la borsa di Milano ha perso in 11 anni 97 imprese, cioè quasi il 30% del listino.

Perché escono? Per varie ragioni, di mercato ma anche regolamentari: le procedure *on going* sono macchinose e costose. Solo il risultato della creazione dell'Aim Italia è stato straordinario: oltre 6 miliardi di euro di capitali privati sono finiti nelle casse di circa 200 pmi che si sono quotate per crescere. L'attuale impianto normativo è nato a inizio anni 2000,

quando le quotazioni erano sottoscritte prevalentemente dal mercato retail e quindi la protezione del pubblico risparmio era prioritaria rispetto persino alla stessa quotazione: meglio bloccare una quotazione piuttosto che avere anche solo un'ipotesi di potenziale danno per la casalinga di Voghera. Oggi la quasi totalità delle ipo (sia su Aim Italia che su Mta) sono sottoscritte da investitori istituzionali e professionali che, data la loro natura, sono più che strutturati per analizzare i bilanci e verificare la bontà di un'impresa che si vuole quotare.

Questo contesto è ormai obsoleto ed è un freno al mercato finanziario nazionale: infatti il valore della borsa di Milano è inferiore al 50% del pil nazionale, quando tutti gli altri Paesi europei più importanti hanno una sommatoria dei valori di tutte le società quotate pari o vicina al proprio pil. Come porre un rimedio a tale situazione? Il gruppo tecnico dedicato alle pmi promosso dalla Commissione Ue, cui AssoAim ha partecipato, ha individuato diverse azioni che possono essere intraprese nell'immediato a livello domestico per risollevare le sorti dei mercati finanziari del Paese.

Un primo obiettivo è la semplificazione del processo di accesso ai mercati, sulla quale AssoAim auspica una condivisione da parte di Borsa Italiana e Consob. *Translisting*: innanzitutto Borsa Italiana-Euronext potrebbe rivedere le regole di accesso all'Mta per gli emittenti quotati su Aim Italia così da ridurre i costi legati all'attività di due diligence, in particolare per le società quotate da almeno 18 mesi. L'abolizione delle verifiche sul sistema di controllo di gestione e l'abrogazione dell'obbligo di depositare il piano industriale potrebbero essere sostituite da una seconda dichiarazione di appropriatezza da parte del nomad-sponsor e dalla presenza di una ricerca indipendente a data recente. Si tratta di semplici accorgi-



menti sostanziali per allineare il nostro mercato a quelli della Ue, ove tali attività non sono previste. Anche il ruolo del *nomad* andrebbe rivisto permettendo a quest'ultimo, in virtù della conoscenza acquisita dell'emittente, di svolgere il ruolo di sponsor. Anche Consob potrebbe varare disposizioni per gli emittenti che desiderano passare da Aim a Mta così da limita-

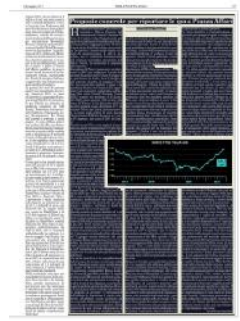
re i tempi di istruttoria.

Quotazioni all'Mta Regolamentato: Consob potrebbe emanare le linee per la redazione dei prospetti informativi raccomandando, per gli emittenti che classificati come pmi, che questi non siano composti da più di 300 pagine. L'Italia ha infatti il triste primato del numero di medio di pagine di tale documento: circa 800. Un secondo obiettivo sono i costi: i costi fissi per un emittente Aim che desidera accedere al Mta sono circa un milione di euro, il che rende il *translisting* oltremodo insostenibile, considerato che si tratta di emittenti che già sopportano rilevanti spese per assicurare piena trasparenza al mercato (adempimenti Mar, certificazione del bilancio e pubblicazione semestrale). Sempre Consob potrebbe allineare la propria normativa a quelle degli altri Paesi Ue quanto alla lingua per la redazione dei prospetti. L'Italia è uno dei pochissimi Stati membri che non permette la redazio-

ne del prospetto informativo in inglese per le offerte promosse in Italia quale Stato membro di origine (con traduzione in italiano della sola Nota di Sintesi). Il che rende necessaria la redazione di due documenti distinti con un raddoppio dei costi per l'emittente. Un altro versante che comporta costi e rischi non proporzionati per le pmi riguarda la disciplina in tema di abusi di mercato. Siamo ovviamente tutti d'accordo sulla tutela di tutti gli investitori e in particolare degli investitori retail, ma oggi l'applicazione della Mar comporta per le quotate Aim le stesse procedure amministrative, burocratiche e sanzionatorie del Mta: questo è illogico, sproporzionato e non favorisce certo l'avvicinamento delle pmi al mercato dei capitali. Non è accettabile considerare sullo stesso piano la multinazionale quotata su Mta e la piccola impresa manifatturiera delle valli bergamasche quotata su Aim.

Quanto a Consob, essa potrebbe escludere, tra i soggetti che debbono effettuare le comunicazioni *internal dealing*, i componenti del collegio sindacale, che nella Mar non sono contemplati. La stessa autorità dovrebbe poi rivedere le proprie linee guida limitandosi a fornire raccomandazioni di carattere generale agli emittenti sui vari aspetti relativi alla gestione dell'informazione privilegiata senza entrare nello specifico dell'organizzazione e dei processi degli emittenti, compito che non spetta certo a Consob. Ulteriori linee guida dovrebbero essere emanate con riferimento alle pmi che presentano esclusivamente titoli obbligazionari quotati (come *mini-bond*) o rispetto alle operazioni su azioni proprie.

Un terzo obiettivo è l'incentivazione a quotarsi: per spingere le pmi e scongiurare il timore dei soci fondatori di perdere il controllo dell'impresa il legislatore dovrebbe introdurre il voto maggiorato per le società ammesse alle negoziazioni su Aim Italia (e su Mta) con un incremento dagli attuali due voti sino a un massimo di 10. Usando un'espressione cara a Notari, «le società quotate di piccole dimensioni dovrebbero essere inquadrate come una sorta di accomandita col mercato». Un altro aspetto rilevante riguarda gli incentivi fiscali, che possono essere destinati ai diversi partecipanti al mercato. Il *bonus ipo* per gli emittenti deve diventare strutturale e in tal senso andrebbero previsti anche incentivi agli emittenti per far fronte ai costi delle *equity research* o legati alla non *financial disclosure* o al rating *Esg* o ancora al rating del proprio debito. Sempre in tema di incentivi, strumenti *Pir* e *Pir Alternativi* dovranno essere affiancati da misure disegnate sulla scorta degli *Investment savings account* applicati in Svezia come forma alternativa rispetto alla tassazione del *capital gain* per gli investitori retail. Senza dimenticare l'abolizione della *Tobin Tax* e l'estensione ai soci delle quotate Aim delle norme in tema di rivalutazione delle partecipazioni, a oggi negata con forza dall'Agenzia delle Entrate. Infine un ruolo di primo piano

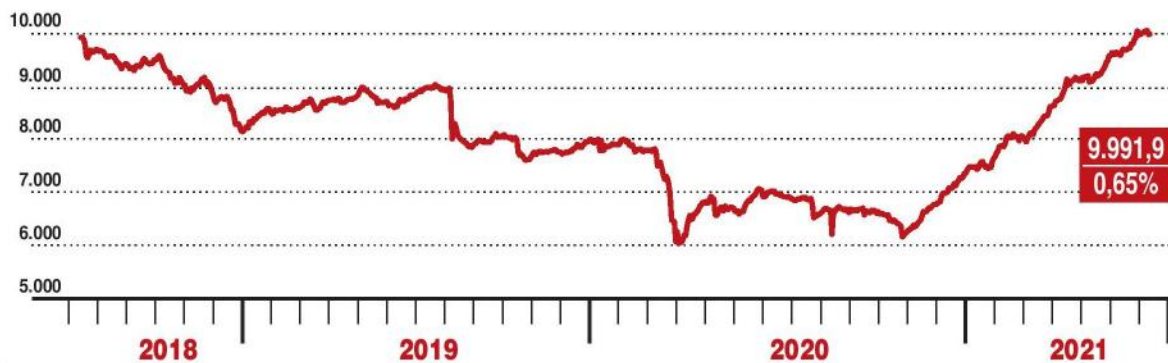


potrebbero averlo le Regioni, che, così come avviene in alcune regioni della Spagna, potrebbero adottare forme di finanziamento a fondo perduto a favore delle pmi per alleviarne i costi di quotazione. Tutto questo dal lato del legislatore, di Consob e di Borsa Italiana. Dal lato imprenditoriale, invece, serve coraggio, intraprendenza e voglia di misurarsi col mercato, cogliendo le enormi opportunità e le ingenti disponibilità di capitali, che finalmente possono consentire alle pmi di uscire da una visione banco-debitocentrica della crescita. Dal lato degli investitori istituzionali occorre una maggior promozione del mercato azionario italiano: quanto Borsa Italiana sta facendo con il programma Elite verso gli imprenditori va fatto nei confronti degli investitori istituzionali, in particolar mo-

do assicurazioni e fondi pensione italiani, la cui assenza dal listino azionario è un fatto clamoroso da correggere in tempi rapidi. Il fatto che oltre l'80% del flottante istituzionale delle imprese quotate sul segmento Star sia in mano a investitori istituzionali esteri è un dato estremamente critico. Una ricetta italiana per rinvigorire il risveglio dei mercati domestici è pronta e di semplice realizzazione a patto che tutti i soggetti si attivino rapidamente per metterla a regime. Il cambio di proprietà di Borsa Italiana con la trasformazione di Aim Italia in Euro-next Growth, l'attenzione governativa e delle authority al tema della crescita delle pmi e al rilancio del Paese rendono il momento storico unico: non sprechiamolo. (riproduzione riservata)

**presidente AssoAim*

INDICE FTSE ITALIA AIM



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, Non riproducibile