

Il mercato di Borsa Italiana dedicato alle pmi è stato tra i pochi a segnare un trend positivo

Ipo, nuove quotazioni in vista anche grazie al bonus rinnovato

PAGINE A CURA
DI ALBERTO GRIFONE

Sulla scia dell'ottima performance di Piazza Affari nel 2023, con 36 Ipo, di cui 4 sul mercato principale e 32 sul mercato di crescita, cioè l'Euronext Growth Milano, e forte anche dell'effetto trainante del «bonus Ipo», gli studi legali guardano con ottimismo anche al 2024. Sperando che le novità legislative, a cominciare da quelle contenute nel ddl capitali, approvato definitivamente martedì 28 febbraio, non producano effetti negativi. L'approvazione, nel decreto milleproroghe, di un emendamento della Lega, primo firmatario Giulio Centemero, che rinnova il bonus ipo per tutto il 2024, rappresenta, come detto, l'ulteriore segnale positivo per le quotazioni.

A livello mondiale, secondo i dati analizzati nell'«*EY Global IPO Trends 2023*», lo scorso anno si sono realizzate 1.298 Ipo (Initial Public Offering) per una raccolta pari a 123,2 mld dollari. Quello delle Ipo è un segmento nel quale pochi qualificati studi stanno investendo risorse e know-how.

Le novità in arrivo sono diverse. Il ddl capitali, che ha ottenuto il via libera definitivo in terza lettura dall'aula del Senato, è un testo corposo, frutto del lavoro congiunto di diversi stakeholders, il cui fine è di stimolare proprio la crescita delle offerte pubbliche iniziali. Il provvedimento prefigura un primo passo verso una riforma complessiva del settore, con effetti anche in materia di diritto societario e governance interna. Al versante nazionale corrisponde anche una complessa nuova regolamentazione a livello comunitario: è infatti in fase di approvazione un pacchetto di norme che modificano la disciplina del prospetto informativo, le quotazioni, gli abusi di mercato con l'obiettivo di semplificare, da un lato, e ridurre i costi che occorre sostenere in vista di una quotazione.

Sul fronte delle Ipo uno degli studi più attivi, nel 2023, è stato **Chiomenti**. «Siamo stati al fianco di Snam quale azionista venditore nella quotazione di Industrie De Nora su Euronext Milan, nel 2022, nonché di Unidata e Cy4gate nel passaggio da Euronext

th Milan merita di essere menzionata Sbe-Varvit, azienda del gruppo Vescovini che ha debuttato di recente con una struttura innovativa che ha consentito di quotare circa il 2,5% di capitale sociale. Lo studio è stato, e continua ad essere, molto attivo anche nell'assistenza a offerenti e società target nelle procedure di offerta pubblica di acquisto finalizzate al delisting. Solo per citare alcuni esempi, siamo stati coinvolti nelle offerte su Atlantia, Banca Carige, Prima Industrie e Net Insurance nonché nella business combination tra il gruppo svizzero Dufry e l'italiana Autogrill, che ha portato all'uscita di quest'ultima dalla borsa».

«Ci affacciamo al 2024 con cauto ottimismo», dice De Santis: «guardando al recente passato non si può non notare come, nonostante la complessità del contesto macro-economico, il tessuto imprenditoriale del nostro paese abbia dimostrato di essere solido e resiliente. Al tempo stesso, c'è una crescente consapevolezza sulle opportunità di crescita che i mercati dei capitali possono offrire alle tantissime piccole e medie imprese presenti sul territorio italiano. Non a caso l'Euronext Growth Milan, il mercato di Borsa Italiana dedicato alle pmi, è stato tra i pochi in Europa a segnare un trend positivo nel 2023. Un ulteriore stimolo potrebbe conseguire alle riforme attualmente in fase di approvazione a livello italiano (ddl capitali) ed europeo (c.d. listing act). Tuttavia, le persistenti incertezze sulle politiche monetarie e sullo scenario macroeconomico e geopolitico impongono una certa cautela nel guardare al futuro».

Il ddl Capitali fa importanti passi avanti nell'ottica di incentivare l'accesso ai mercati dei capitali e ridurre i costi e gli oneri derivanti dalla quotazione. «Particolarmente rilevante», spiega il professionista di Chiomenti, «è il rafforzamento degli istituti del voto plurimo e maggiorato, che consente un avvicinamento alle soluzioni offerte, ad esempio, dal sistema olandese, cui molte società italiane large cap hanno fatto ricorso negli ultimi anni.

Se venissero poi considerate le proposte contenute nel «Manifesto per lo sviluppo dei Mercati dei Capitali», sostenuto da più parti (Borsa Italiana, associazioni di categoria, operatori di mercato incluso il nostro Studio), l'accesso delle imprese ai mercati verrebbe

ulteriormente incoraggiato. In tal senso potrebbero infatti risultare determinanti misure quali la creazione di portafoglio fondi di investimento specifici per le pmi quotate onde incoraggiare gli investimenti in queste imprese, l'incentivazione dell'investimento in mid-cap quotate, come pure la previsione di agevolazioni fiscali ad hoc e il mantenimento del bonus Ipo su base permanente.

Attualmente ancora soggetta all'approvazione del trilogio quotate, la disciplina del c.d. Listing Act, riduce notevolmente le dimensioni del prospetto informativo per le società che intendano quotarsi direttamente sul mercato regolamentato, prevedendo un limite di 300 pagine. Per le società quotate su Euronext Growth Milan da almeno 18 mesi che intendano passare al mercato regolamentato è previsto un prospetto semplificato (c.d. EU Follow-on

prospectus) che non può superare le 50 pagine. Inoltre, la nuova disciplina europea, se approvata, amplierà notevolmente le ipotesi in cui non è più richiesta la predisposizione di un prospetto informativo, con notevoli vantaggi per le società già quotate che intendano finanziarsi ricorrendo al mercato dei capitali. Si tratterebbe di un significativo risparmio di costi ma anche in una maggiore rapidità e flessibilità di esecuzione delle operazioni.

Il Listing Act interviene anche sul fronte della regolamentazione del voto plurimo con una proposta di direttiva che mira a conseguire un'armonizzazione minima delle legislazioni nazionali sulle strutture con azioni a voto plurimo. Al tempo stesso, la proposta di direttiva impone agli Stati membri l'introduzione di alcune limitazioni all'efficacia dei meccanismi di voto plurimo (ad es. la previsione di un limite alla percentuale massima del capitale sociale che le azioni a voto plurimo possono rappresentare). Proprio su quest'ultimo aspetto, non sono mancate le critiche da parte di talune associazioni di imprese europee, tra cui l'italiana Assonime» conclude De Santis.

«Nel corso del 2022-2023 abbiamo seguito diverse operazioni di Ipo e delisting. Tra le principali operazioni di Ipo in questi due anni, abbiamo assistito Ferretti Group, leader mondiale nella costruzione di yacht di lusso, nella quotazione presso l'Euronext Milan ed è stata un'operazione di sistema in quanto il primo

dual listing in Italia di una società già quotata sull'Hong Kong Stock Exchange. Inoltre, lo studio ha anche assistito TechnoProbe, leader nel settore dei semiconduttori e della mi-

croelettronica, prima nell'ammissione alle negoziazioni sull'Euronext Growth Milan (la maggiore operazione in termini di raccolta ed equity value mai realizzata su tale mercato) e poi nel successivo passaggio sul mercato principale Euronext Milan», spiega **Mariasole Conticelli**, partner del dipartimento Diritto dei Mercati finanziari dello studio legale **Gianini & Origoni**. «Per il 2024 vi sono diversi emittenti italiani che stanno valutando e si stanno attivando per quotarsi nella finestra di mercato del primo semestre 2024. Dopo un 2023 molto scarso in termini di Ipo ma con molti delisting, la pipeline di Ipo per il 2024, pur non essendo ottima, sembra comunque buona. Tuttavia, lo scenario macroeconomico potrebbe presentare ancora delle incertezze nei prossimi mesi (anche se si sta assistendo ad una graduale riduzione dell'inflazione), e ciò potrebbe continuare a rendere timorosi gli investitori, soprattutto quelli istituzionali, nell'utilizzare le ingenti quantità di liquidità a disposizione, con possibili effetti sul successo delle operazioni in progetto almeno nel primo semestre. Le rilevanti novità legislative in discussione, se emanate, possono sicuramente accelerare la ripresa del mercato dei capitali».

Volgendo lo sguardo al nuovo panorama normativo, secondo Conticelli «tra le maggiori novità che potrebbero essere introdotte dal ddl capitali occorre segnalare l'incremento da 3 a fino 10 della maggioranza del voto ovvero dei voti nel caso delle azioni a voto plurimo. Ciò potrebbe comportare un incentivo per gli imprenditori a quotare le proprie società potendo aumentare la raccolta (e la relativa diluizione) a fronte di un mantenimento del controllo di diritto o di fatto. Anche la riforma degli emittenti a



Paolo Barbanti Silva

Growth Milan al mercato principale (segmento STAR), nel 2023», dice **Italo De Santis**, partner di Chiomenti. «Tra le più recenti Ipo su Euronext Grow-



titoli diffusi, comportando la limitazione della disciplina alle sole previsioni del codice civile, va nel senso della semplificazione dei requisiti regolamentari a favore soprattutto delle piccole e medie imprese quotate e quotate sull'Euronext Growth Milan.

A livello sovranazionale occorre partire dalla considerazione che la crescita dei mercati di capitale è ne-



Ugo Orsini



Emilio Girino



Claudio Bonora



Italo De Santis



Mariasole Conticelli

Anche per il 2024 le attese sul settore sono ottimistiche

cessaria e deve essere oggetto di attenzione a livello europeo in quanto strumento di sviluppo del tessuto imprenditoriale di tutta la comunità. Deve esserci quindi uno sforzo europeo per rimuovere gli ostacoli che derivano dai carichi documentali per la quotazione, dalle tempistiche e dai costi di accesso, dai costi ricorrenti di compliance e dalla mancanza delle incentivazioni fiscali, con proporzionalità rispetto alla dimensione dell'azienda. La proposta della Commissione UE sembra andare nella giusta direzione».

«Negli ultimi anni ho seguito prevalentemente operazioni di delisting, peraltro alcune relative a società che si erano quotate solo di recente», dice **Paolo Barbanti Silva** partner di **De Berti Jacchia Franchini Forlani**. «Mi riferisco, in particolare, a CFT, che dopo essere stata quotata sul mercato Egm (ex-Aim) mediante lo strumento della Spac, nel 2022 è stata oggetto di Opa con delisting da parte di un soggetto industriale, e, nel 2023, a Prima Industrie, anch'essa oggetto di Opa e delisting con acquisto del controllo da parte di fondi di private equity. Nel 2021 avevo seguito l'aumento di capitale di Cattolica Assicurazioni, ma anch'essa è stata successivamente oggetto di Opa da parte di Assicurazioni Generali e poi delisting».

I numerosi delisting degli anni scorsi erano dovuti alle condizioni di mercato particolarmente favorevoli, essendo i corsi azionari particolarmente bassi, e all'esigenza di soggetti industriali o dei fondi di investimento di sottrarsi a una regolamentazione particolarmente onerosa e penalizzante. L'attuale fase di crescita azionaria, legata anche alle aspettative di ribasso dei tassi di interesse, unita agli interventi normativi a favore dello sviluppo dei mercati finanziari, potrebbero fare ripartire la stagione delle Ipo (che, in realtà, non si è mai spenta ma che è stata oscurata dai numerosi delisting) nel 2024».

Sulle novità legislative in divenire, **Barbanti Silva** aggiunge: «vedo con particolare interesse la disciplina del voto plurimo e del voto maggiorato, che potrebbero convincere gli imprenditori a rivolgersi al mercato dei capitali piuttosto che al mercato bancario o del debito, in quanto tali strumenti possono permettere il mantenimento del controllo da

parte dei soci di riferimento senza rinunciare all'apporto di risorse di equity che favorirebbero la crescita delle imprese. Allo stesso modo, l'ampliamento della definizione di pmi e la possibilità

di dematerializzare anche le quote di S.r.l. potrà favorire l'accesso al mercato dei capitali anche a quelle piccole e medie imprese con sotto la spina dorsale del nostro sistema industriale.

A livello Ue il Listing Act in parte si sovrappone al ddl capitali, e questo potrebbe portare a una situazione di incertezza normativa che, come spesso capita in questi casi, non giova alla crescita economica. Lo stesso ddl capitali prevede, tuttavia, che nei mesi successivi alla sua approvazione, sia effettuato un riordino complessivo del Testo Unico della Finanza, per cui questo potrebbe essere l'occasione per un'armonizzazione complessiva anche alla luce della normativa comunitaria. Inoltre, una maggiore uniformità delle normative dei singoli paesi può favorire lo sviluppo di vero mercato unico dei capitali a livello europeo, con il superamento del nanismo che ci caratterizza rispetto ad altre economie e la possibilità anche per le imprese italiane di attingere a maggiori fonti di finanziamento della propria crescita».

«Nel 2022 abbiamo partecipato alla quotazione su Euronext Star di Net Insurance e all'Ipo di Generalifinance», ricorda **Ugo Orsini**, partner Corporate-Capital Markets dello studio **Linklaters**. «Nel 2023 abbiamo seguito quali legali delle banche le Ipo di Eurogroup Laminations, Lottomatica, Italian Design Brands e SBE-Varvit, oltre al dual listing su Euronext di Ferretti. Lato delisting, abbiamo assistito Rivean Capital e Three Hills nell'acquisizione e nel delisting rispettivamente di Tas - Tecnologia Avanzata dei Sistemi e Digital360. Abbiamo assistito, inoltre, Three Hills nell'investimento in Sec Newgate e nel delisting dall'Aim UK e l'amministratore indipendente nell'ambito dell'OPA su Cover 50. Lo scenario per il 2024 è ancora in via di definizione sia sul versante Ipo, sia sul versante public M&A. Sono tuttavia convinto che le società con storie di successo e solidi fondamentali sapranno comun-

que cogliere le opportunità che il mercato dei capitali offre, e fortunatamente l'Italia è ricca di queste realtà». Il ddl capitali, secondo Orsini, rappresenta una misura funzionale ad una maggiore attrattività dell'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese (e degli imprenditori, cui principalmente spetta questa scelta). «Chiaramente questa normativa da sola non può essere sufficiente a contribuire allo sviluppo del mercato dei capitali, ma sicuramente rappresenta un buon punto di partenza. Se poi guardiamo a cosa sta avvenendo in sede europea, si tratta di una disciplina tesa alla semplificazione e all'armonizzazione, che tiene conto anche dell'esperienza applicativa recente. Gli impatti attesi sono certamente positivi e si tratta di un ulteriore elemento che auspicabilmente contribuirà ad un maggior numero di operazioni sul mercato».

Tra le novità, l'emananda disciplina in tema di semplificazione dei prospetti informativi. «Lo scorso 14 dicembre 2023 Consob ha posto in consultazione le norme per snellire l'iter procedurale relativo alla presentazione delle domande di approvazione dei prospetti informativi relativi alle offerte pubbliche di azioni, obbligazioni e quote di fondi d'investimento e all'ammissione a negoziazione in Borsa», ricorda **Emilio Girino**, studio di Assistenza e consulenza legale **Ghidini Girino & Associati**. «La proposta di modifica, più formale che sostanziale, consentirebbe agli emittenti di compilare le domande di approvazione dei prospetti (che oggi integrano gli allegati 1A e 1C al Regolamento Emittenti) direttamente in formato elettronico, attraverso specifici form resi disponibili sul sito internet della Consob. L'intervento si iscrive nel più ampio progetto di semplificazione e armonizzazione avviato, sia in sede comunitaria sia a livello nazionale, nella seconda metà del 2022».

Il leitmotiv degli interventi è volto ad evitare appe-

santimenti, sia contenutistici sia operativi. In particolare, quanto soprattutto al primo profilo, il fine è di evitare che una imponente informativa si risolva nell'oscurare le informazioni appropriate ai fini della decisione di investimento.

In tale contesto si iscrivono le Linee guida per la semplificazione dei prospetti, approvate lo scorso 13 luglio 2023 dal Comitato degli operatori di mercato e degli investitori, istituito presso la Consob, volto ad «asciugare» la rappresentazione dei rischi di investimento evitando duplicazioni o fattispecie ipotetiche prive di rilevanza effettive, che se da un lato integrano un presidio per l'investitore in caso di contestazioni, dall'altro hanno l'effetto di sminuire, in termini di attenzione e comprensione, l'effettiva portata del rischio di investimento. Resta l'annoso problema della comprensibilità in concreto dell'informazione finanziaria, tema antico e irrisolto, ma queste prime significative semplificazioni potrebbero segnare l'inizio di una svolta nel percorso di raggiungimento di questo non facile obiettivo».

Infine per **Claudio Bonora** e **Daniele Giombini**, partner del Dipartimento Commerciale, Finanziario e Lavoro di **Mondini Bonora Ginevra Studio Legale**, «a livello globale, nel 2024, un fattore di rilievo per la ripresa delle Ipo è in primo luogo rappresentato dalla fiducia che i mercati e i risparmiatori nutriranno nella opportunità di investire nelle imprese pur in un quadro macroeconomico di effettiva difficoltà mondiale».

Per quanto riguarda in particolare l'Italia, riteniamo che, pur con le problematiche dimensionali che notoriamente impattano negativamente sulla competitività del nostro sistema imprenditoriale, le numerose realtà a carattere familiare che lo compongono comprendano che la decisione di quotarsi in borsa possa consentire, non solo di aumentare la competitività della impresa stessa grazie all'afflusso di nuovi capitali, ma anche favorire quel

passaggio generazionale che tante aziende stanno attraversando, in modo da razionalizzare il proprio azionariato permettendo anche l'uscita di alcuni membri della famiglia dalla società. Non a caso nel corso del 2023, per quel che ci risulta, il numero di Ipo ha registrato in Italia una limitata crescita che ha interessato proprio il segmento Euronext Growth Milan dedicata alle pmi.

Il Ddl Capitali interviene con molteplici modifiche del quadro normativo primario con l'obiettivo di mi-

gliorare e semplificare il funzionamento del mercato dei capitali onde favorirne l'accesso da parte delle imprese italiane e accrescere gli investimenti. Le aree di intervento del provvedimento sono molteplici ma, per quanto ci riguarda specificatamente, ci pare opportuno evidenziare come la nuova normativa, attraverso una semplificazione degli adempimenti richiesti nel mercato finanziario e la possibilità di garantire statutariamente tutele agli azionisti storici e di controllo quali ad esempio il voto maggiorato, possa contribuire a superare molte delle resistenze attualmente esistenti all'accesso al mercato delle pmi da parte delle aziende familiari. Va inoltre rilevato che il ddl capitali prevede una delega al Governo per la riforma della disciplina dei mercati finanziari, la cui ampiezza nel suo attuale testo rende difficile un giudizio sui risultati finali, specie per la sua attuazione nel settore in questione in cui l'intreccio di normative nazionali e sovranazionali rende alquanto difficile orientarsi. Anche il cd. Listing Package consiste in una serie articolata di misure normative volte a rendere i mercati dei capitali più attrattivi in particolare per le pmi. Fra i principali elementi positivi degni a nostro parere di attenzione ravvisiamo una opportuna semplificazione dei prospetti in sede di Ipo e l'ampliamento dei casi di esenzione dalla redazione del prospetto nonché l'introduzione delle azioni a voto multiplo, il cui fine è quello di incentivare le imprese familiari a entrare su mercati dei capitali senza temere di perdere il controllo post-Ipo. È certo che l'entrata in vigore di questi nuovi pacchetti di norme renderà alle aziende necessario quanto meno un momento di verifica e riflessione sul loro futuro».

© Riproduzione riservata

**Supplemento a cura
di Roberto Miliacca
rmiliacca@italiaoggi.it
e Gianni Macheda
gmacheda@italiaoggi.it**