

**EURONEXT GROWTH MILANO E PARIGI A CONFRONTO:
ANNA LAMBIASE, CEO IR TOP CONSULTING, E FILIPPO ANNUNZIATA, PROF.
UNIVERSITÀ BOCCONI, PRESENTANO LO STUDIO COMPARATO SUI DUE LISTINI
AZIONARI**

OBIETTIVO: favorire l'avvicinamento delle PMI al mercato di capitali, facilitando il processo di listing e di permanenza in Borsa Italiana coerente con le dimensioni delle società che per fatturato, strutture organizzative e di governance sono molto diverse dalle Mid e Large Cap quotate

**La prima pubblicazione sulle regole applicabili
agli SME Growth Market italiani e francesi (EGEA): le principali evidenze**

- CAPITALIZZAZIONE DEL MERCATO AL 31 DICEMBRE 2021: 11,5 miliardi di euro EGM (ex AIM), 21,1 miliardi di euro Euronext Growth Paris
- NUMERO SOCIETÀ QUOTATE AL 31 DICEMBRE 2021: 174 su EGM, 244 su Euronext Growth Paris
- IPO E RACCOLTA 2018-2021: 112 IPO per una raccolta di 966 milioni di euro su EGM, 45 IPO per una raccolta di 758 milioni di euro su Euronext Growth Paris
- RISULTATI ECONOMICO-FINANZIARI: il 55% degli emittenti EGM ha ricavi 2020 compresi fra 10 e 50 €M, rispetto al 31% degli emittenti Euronext Growth Paris; Euronext Growth Paris si caratterizza per una quota maggiormente elevata di emittenti sopra i 100 €M e sotto i 5 €M
- MOBILITÀ FRA MERCATI: significativa mobilità "in salita" in Italia, con 22 *translisting* da EGM al mercato regolamentato nel 2013-2021, rispetto a 1 solo passaggio da Euronext Growth Paris a Euronext nel 2018-2021; 35 i passaggi "in discesa" da Euronext a Euronext Growth Paris
- PERFORMANCE: nel 2020-2021 l'indice FTSE Italia Growth sovraperforma l'omologo francese Euronext Growth All-Shares
- ASSETTI PROPRIETARI - EGP maggiormente maturo in termini di effettiva "apertura" dei propri emittenti all'investimento del pubblico indistinto: il 33% degli emittenti francesi presenta un flottante superiore al 50%, rispetto al 5% degli emittenti EGM
- GOVERNANCE – EGP ed EGM allineate dal punto di vista della numerosità media dei membri del CDA; peculiarità italiane la previsione regolamentare di 1 indipendente e la diffusa adozione volontaria del voto di lista

Milano, 8 novembre 2022

Anna Lambiase, CEO IR Top Consulting – boutique finanziaria specializzata sui Capital Markets e l'Advisory per la quotazione, IPO Partner di Borsa Italiana – e **Filippo Annunziata (Prof. Università Bocconi)**, presentano il libro "EURONEXT GROWTH MILAN (EX AIM ITALIA) ED EURONEXT GROWTH PARIS: MERCATI DI CRESCITA PER LE PMI A CONFRONTO". Editore EGEA, è il primo studio onnicomprensivo sulle regole applicabili agli SME Growth Market italiani e francesi.

COMUNICATO STAMPA
Milano, 8 novembre 2022

Il volume presenta un raffronto ragionato e analitico tra due mercati che, nel tempo, hanno segnato storie di successo e si collocano tra le eccellenze del settore: Euronext Growth Paris ed Euronext Growth Milan (già AIM Italia). Entrambi sono MTF qualificati come mercati di crescita per le PMI e oggi appartengono al medesimo gruppo societario: tuttavia, sono connotati da regole di accesso e di funzionamento diverse, a dimostrazione dell'ampia flessibilità che la disciplina consente, per meglio incontrare le aspettative dei singoli emittenti. Negli elementi di distinzione, quali emergono dal raffronto, si colgono anche quelli di forza dell'uno o dell'altro mercato, a comporre un dialogo costruttivo, nel possibile raffronto con altre *trading venues* che si rivolgono, in Europa, alle piccole e medie imprese.

Anna Lambiase, CEO di IR Top Consulting e Coordinatore Scientifico dell'Osservatorio EGM: *"I due listini azionari Milano e Parigi sono ancora lontani in termini di numero di società quotate e di valore di market cap, 11,5 miliardi di euro EGM contro 21,1 miliardi di euro Euronext Growth Paris; per cui esiste ancora un gap importante dell'Italia intorno al 30%. L'integrazione fra Borsa Italiana ed Euronext dovrebbe portare alla creazione di una piazza paneuropea maggiormente attrattiva per le imprese che desiderano affacciarsi ai mercati dei capitali, ma dovrà essere sfruttata come un ideale momento di sviluppo di nuove regole, armonizzate, pur con la dovuta valorizzazione delle particolarità locali. Ciò potrebbe gettare le basi per una maggiore apertura del mercato italiano agli investimenti esteri, con conseguenti benefici per la raccolta in sede di ammissione alle negoziazioni e per volumi scambiati e di conseguenza, per la liquidità del mercato nel suo complesso. Occorre anzitutto dotare gli SME Growth Markets europei di regole moderne, con maggiore coerenza, armonia e semplificazione, in linea con le evidenze e raccomandazioni del Libro Verde del MEF su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita" alla cui consultazione abbiamo partecipato. Il procedimento di semplificazione non si deve arrestare, soprattutto in termini di eliminazione dei Gold-Plating; la finalità deve essere l'avvicinamento delle società al mercato di capitali, facilitando il processo di listing degli emittenti e la loro permanenza sul mercato tenendo conto delle dimensioni delle PMI che per fatturato, strutture organizzative e di governance sono molto diverse dalle Mid Cap e dalle grandi aziende quotate".*

Filippo Annunziata, Professore Associato di Financial Markets Law and Institutions all'Università Bocconi e membro del Comitato Scientifico dell'Osservatorio EGM: *"Dall'analisi condotta emerge con nitidezza la presenza di un contesto di mercato e normativo quantomai variegato e frammentato. Entrambi i "mercati di crescita per le PMI" - italiano e francese - hanno visto una vigorosa espansione e un deciso consolidamento del proprio posizionamento come trading venues fortemente attrattive per le imprese europee di piccole e medie dimensioni, in termini di numerosità degli emittenti, raccolta in sede di ammissione alle negoziazioni, capitalizzazione e liquidità degli strumenti. A questa dinamica di crescita e maturazione del mercato si è affiancata una stratificazione di regole multilivello (europee e nazionali) ed eterogenee (di legge, dettate dal gestore del mercato e di autodisciplina) applicabili agli SME Growth Markets e ai loro emittenti, in molte occasioni caratterizzata da una scarsa coerenza e, soprattutto, da elevati livelli di disarmonia e gold plating. Ciò costituisce un grave ostacolo per la creazione di un mercato dei capitali europeo adeguatamente integrato e dotato di un level playing field regolatorio in grado di spingere i mercati dei capitali continentali verso una dimensione realmente concorrenziale rispetto alle principali sedi di negoziazione globali.*

Il volume adotta un approccio non solo teorico, ma anche pratico, fornendo un'ampia varietà di dati empirici e analisi, utili anche per gli emittenti attuali e potenziali. In relazione ai due mercati vengono descritti, con il supporto di articolate rilevazioni empiriche: le nuove ammissioni e la raccolta degli emittenti; i principali risultati economico-finanziari; i movimenti "migratori" fra mercati; gli indici di mercato e la performance dei

titoli. Successivamente, viene ricostruito il quadro disciplinare applicabile agli SME Growth Markets e ai relativi emittenti, a livello sia europeo, sia nazionale (italiano e francese), guardando non solo alle disposizioni di legge, ma anche a quelle dettate dalle società di gestione dei mercati (Borsa Italiana per le sedi milanesi ed Euronext per quelle parigine, da alcuni mesi parte del medesimo gruppo) e dai principali codici di *corporate governance*. Vengono poi analizzati e comparati gli assetti proprietari e le caratteristiche essenziali della corporate governance degli emittenti nazionali e d'oltralpe. Infine, si affrontano le prospettive di concorrenza e integrazione fra i due mercati, con cenni alle altre sedi di negoziazione europee dedicate alle PMI.

DIMENSIONI DEI MERCATI: EMITTENTI E CAPITALIZZAZIONE

Al 31 dicembre 2021 Euronext Growth Paris registra 244 emittenti per una capitalizzazione complessiva pari a 21,1 miliardi di euro; alla medesima data, EGM registra 174 emittenti per una capitalizzazione complessiva pari a 11,5 miliardi di euro. Guardando alla capitalizzazione di mercato di Euronext Growth Paris e raffrontandola a quella degli emittenti EGM emergono:

- una sostanziale equivalenza nella fascia di capitalizzazione inferiore a 20 milioni di euro (35% e 37%);
- una maggior presenza fra 20 e 30 milioni di euro (16% e 10%);
- una minore presenza nelle due fasce fra 30 e 100 milioni;
- un'analogia concentrazione di emittenti fra 100 e 250 milioni (16%);
- una presenza più che quadrupla per gli emittenti con capitalizzazione superiore a 250 milioni di euro (9% e 2%), dato da leggere alla luce dei frequenti passaggi da Euronext a Euronext Growth Paris.

NUOVE AMMISSIONI E RACCOLTA

Nel quadriennio 2018-2021 Euronext Growth Paris ha registrato 45 IPO per una raccolta complessiva pari a 758 milioni di euro; la raccolta media è compresa fra un minimo di 14 e un massimo di 19 milioni di euro.

EGM ha registrato nel medesimo periodo 122 IPO, per una raccolta complessiva pari a 2.511 milioni di euro; escludendo le SPAC si registrano 112 IPO per una raccolta complessiva pari a 966 milioni di euro. La raccolta media è compresa fra un minimo di 6 e un massimo di 12 milioni di euro.

RISULTATI ECONOMICO-FINANZIARI

Dal punto di vista dei ricavi ottenuti dagli emittenti Euronext Growth Paris nel corso del 2020, si notano alcuni scostamenti non trascurabili rispetto a quelli dei propri omologhi italiani, riconducibili alla diversa conformazione del mercato e alle diverse tipologie di società.

Emerge una maggior polarizzazione all'interno della *trading venue* parigina: essa accoglie un elevato numero di società con ricavi inferiori a 5 milioni di euro (il 25% del totale) e – per effetto della “migrazione in discesa” di società quotate sul mercato regolamentato francese verso il mercato di crescita per le PMI – un numero molto elevato di società di grandi dimensioni, ossia quelle con ricavi superiori a 100 milioni di euro (il 19% del totale).

A fronte di un'identica presenza di società con ricavi compresi fra 5 e 10 milioni di euro e fra 50 e 100 milioni di euro, si ravvisa un forte scostamento nelle fasce centrali, in senso opposto a quello sopra indicato relativamente alle fasce “estreme”. Infatti:

- soltanto il 31% degli emittenti Euronext Growth Paris ha ricavi compresi fra 10 e 50 milioni (11% fra 10 e 20 milioni; 20% fra 20 e 50 milioni);
- di contro, il 55% degli emittenti Euronext Growth Milan ha ricavi compresi fra 10 e 50 milioni (26% fra 10 e 20 milioni; 29% fra 20 e 50 milioni).

MOBILITÀ FRA MERCATI

Diversamente da quanto avviene in Italia, il panorama in Francia si caratterizza per una mobilità bidirezionale fra mercati regolamentati e mercati di crescita per le PMI, per effetto della quale gli emittenti migrano dagli uni agli altri in entrambe le direzioni: da un mercato regolamentato a una sede di negoziazione “alternativa”, e viceversa.

In Italia, la mobilità “in salita” si verifica con una certa frequenza (22 *translisting* da EGM al mercato EXM/STAR nel periodo 2013-2021). Pur considerando l’applicazione di regole più rigorose, la maggior liquidità del mercato e la capacità di attrarre ulteriori investitori rendono tale percorso tuttora piuttosto conveniente.

Per la Francia, analizzando i dati pubblicati da Euronext emergono i seguenti fenomeni:

- si registra uno scarso interesse delle società a spostarsi “in salita” verso mercati soggetti a un grado di regolazione maggiormente stringente e ad oneri di compliance incrementati, con 1 solo passaggio da Euronext Growth Paris a Euronext, 5 da Euronext Growth Access a Euronext Growth Paris e 1 da Euronext Growth Access a Euronext Growth Access+;
- sussiste, di contro, un notevole interesse a spostarsi “in discesa” verso mercati “alternativi” caratterizzati da maggiore flessibilità e minori costi di compliance, con ben 35 passaggi da Euronext a Euronext Growth Paris.

PERFORMANCE

Nel biennio 2020-2021, a seguito dell’iniziale momento di incertezza dovuto allo scatenarsi della crisi sanitaria, l’indice FTSE Italia Growth segna una costante performance positiva, decisamente marcata a partire dalla fine del 2020, frutto anche della ripresa economica nazionale e della fiducia degli investitori, anche esteri, per la resilienza e la capacità di crescita del tessuto imprenditoriale nazionale. In Francia, l’indice Euronext Growth All-Shares, basato su un paniere generale che comprende tutti gli emittenti *growth* delle sedi di negoziazione afferenti al Gruppo Euronext, non ha registrato una crescita comparabile con quella del proprio omologo italiano, evidenziando una battuta d’arresto nel 2021 dopo l’analoga ripresa nella seconda metà del 2020.

ASSETTI PROPRIETARI

I requisiti regolamentari in materia di flottante minimo non sono omogenei fra il mercato “alternativo” italiano e quello francese, in quanto il primo si basa su una soglia percentuale riferita al capitale sociale e su un numero minimo di investitori non-retail (10% del capitale e almeno 5 investitori istituzionali), il secondo, invece, su una soglia quantitativa espressa in valore assoluto (2,5 milioni di euro). L’approccio d’oltralpe trova fondamento nella diversa dimensione degli emittenti, nella conformazione dei loro assetti proprietari e nella maggior liquidità del mercato. Euronext Growth Paris si afferma in particolare come una *trading venue* maggiormente matura rispetto ad Euronext Growth Milan in termini di effettiva “apertura” dei propri emittenti all’investimento del pubblico indistinto: il 33% degli emittenti francesi presenta un flottante superiore al 50%, rispetto al 5% degli emittenti italiani.

ASSETTO NORMATIVO: UN’ANALISI COMPARATIVA

Il legislatore italiano, scegliendo di non intervenire con invasivi strumenti cogenti al fine di dettare una disciplina particolare per le società i cui titoli sono negoziati su MTF, se non nella misura già individuata a livello europeo, lascia ampio margine d’intervento al gestore del mercato che, con proprio regolamento, può insinuarsi nelle maglie larghe e dettare autonomamente una disciplina più o meno stringente, rendendo il panorama normativo italiano più frastagliato.

Ed infatti, in Italia, il Regolamento Emittenti destinato alle società con azioni negoziate su EGM punta a ottenere un risultato semplificato orientato ad agevolare l'ammissione di emittenti di dimensioni non significative, pur essendo ispirato a molte regole ed istituti propri degli emittenti quotati in mercati regolamentati.

Al contrario, il caso francese è sensibilmente differente: lo scalino normativo che separa le società con azioni negoziate su MTF da quelle con azioni quotate nei mercati regolamentati è stato ridotto significativamente dal legislatore nazionale. La distanza che separa le prime dalle seconde è ben più contenuta rispetto a quella che caratterizza il panorama italiano. Infatti, gli emittenti che accedono agli MTF francesi sono tenuti ad applicare numerose regole proprie dei mercati primari, ai sensi del Code de commerce, del Code monétaire et financier e delle relative disposizioni di attuazione emanate, principalmente, dall'Autorité des marchés financiers – AMF (primo fra tutti il Règlement général de l'AMF) (di seguito, rispettivamente: CC, CMF e RG-AMF).

In particolare il legislatore francese ha previsto l'estensione dell'applicazione delle disposizioni in materia di:

- offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, seppur con alcune deviazioni nel segno di una minore invasività (innalzamento della soglia dal 30% al 50% del capitale sociale o dei diritti di voto; disapplicazione dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria da consolidamento; ecc.);
- trasparenza sulle partecipazioni rilevanti (*franchissement du seuil de participation*) e “anti-scorrerie”, nonché limiti particolarmente stringenti all'acquisto di azioni proprie;
- pubblicazione con cadenza annuale di una relazione annuale sul governo societario (*Rapport sur le gouvernement d'entreprise*).

Questa scelta ha quale diretta conseguenza una minore ampiezza e invasività delle regole sul mercato.

IL DIVERSO RUOLO DELL'EURONEXT GROWTH ADVISOR E DEL LISTING SPONSOR

Nei mercati di crescita per le PMI i contesti milanesi e parigini si differenziano per la tipologia di advisor: nel primo caso l'Euronext Growth Advisor (EGA), nel secondo il Listing Sponsor (LS). Pur nella generale somiglianza delle due figure possono evidenziarsi alcune differenze:

- (a) pur essendo entrambe le tipologie di advisors tenute a rispettare stringenti requisiti in termini di esperienza, struttura organizzativa e assenza di conflitti di interesse, l'EGA deve essere necessariamente una banca, un'impresa di investimento europea o un'impresa appartenente a una rete di società di revisione legale dei conti, laddove la sola limitazione riferita al LS è quella di essere una persona giuridica;
- (b) il ruolo di affiancamento, assistenza e guida svolto dall'EGA è ben più pregnante e capillare rispetto a quello del LS, riguardando ambiti maggiormente estesi della vita imprenditoriale e societaria dell'emittente, pur essendo tenuto a organizzare almeno un incontro all'anno con gli investitori;
- (c) quanto appena evidenziato è riferibile anche al tipo di attività svolte in vista e nell'ambito dell'ammissione delle azioni alla negoziazione sul mercato;
- (d) il posizionamento maggiormente in “prima linea” dell'EGA rispetto al LS si nota anche nei rapporti con la società di gestione del mercato: se per un verso si prevede che il dialogo e i contatti fra l'EGA e Borsa

Italiana siano assai frequenti (autonomamente o anche congiuntamente con l'emittente), dall'altro il LS ha meno occasioni di rapportarsi con Euronext, lasciando tale compito principalmente all'emittente

CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE

Né la legge né i Regolamenti di mercato impongono a società con azioni negoziate sul mercato di crescita per le PMI italiano di aderire ad un codice di corporate governance e neppure motivare la mancata adesione ad uno di essi. Ciò si spiega in quanto la società di gestione del mercato ha già una particolare "invasività" prevedendo molte disposizioni in materia di attrattività dei mercati, tutela delle minoranze e attenzione ai profili di governance. Ciò non toglie che le società negoziate su EGM possano aderire su base volontaria al Codice elaborato dal Comitato per la Corporate Governance al fine di aderire alle *best practices*.

Anche in Francia non sussiste alcun obbligo di aderire a codici di corporate governance per le società che accedono ai "mercati di crescita per le PMI"; tuttavia sono presenti due codici di corporate governance di potenziale interesse per gli emittenti:

- da un lato, il *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* elaborato dall'Association Française des Entreprises Privées (Afepe) e dal Mouvement des Entreprises de France (Medef), aggiornato da ultimo nel mese di gennaio 2020 e articolato in 27 raccomandazioni, indirizzato principalmente alle società con azioni quotate in mercati regolamentati;
- dall'altro, il *Code de gouvernement d'entreprise elaborato da Middenext* (l'associazione fra PMI francesi con azioni negoziate su Euronext ed Euronext Growth), aggiornato da ultimo nel mese di settembre 2021 e articolato in 22 raccomandazioni (rispetto alle 19 della precedente edizione del 2016). Esso è indirizzato: (i) alle società con azioni quotate a proprietà concentrata (specie quelle a controllo "familiare"), a prescindere dalle loro dimensioni; (ii) alle società con azioni quotate non controllate, di dimensioni medie e piccole; (iii) alle società che pubblicano il *rapport sur le gouvernement d'entreprise* (art. L225-37 CC) e, più in generale, a qualsiasi società che lo ritenga opportuno.

Si può dunque ragionevolmente concludere che il contesto francese si mostra più efficace, là dove si riscontra un codice elaborato dalla principale associazione per le PMI, che ne agevola l'adozione, differenziandosi dallo scenario italiano, dove gli emittenti si conformano alle *best practices*.

Relativamente alla numerosità del Consiglio di Amministrazione, gli emittenti Euronext Growth Paris vedono la presenza media di 5,4 amministratori: un dato comparabile a quello delle omologhe società italiane (6 membri). Caratteristica peculiare italiana è la previsione regolamentare di almeno 1 amministratore indipendente, regola applicata nel 67% dei casi e superata (con la presenza di 2 o più amministratori indipendenti) dal 33% degli emittenti. Pratica tutta italiana è altresì la volontaria adozione del voto di lista per la nomina del Consiglio di Amministrazione da parte dell'89% degli emittenti.

Il comunicato è disponibile su: www.pminews.it e www.irtop.com

IR Top Consulting, IPO Partner di Borsa Italiana, è la boutique finanziaria leader in Italia nell'Advisory per la quotazione in Borsa delle PMI. Fondata a Milano nel 2001, ha maturato un solido track record sui Capital Markets e una posizione di leadership su Euronext Growth Milan. Opera attraverso le Business Unit IPO Advisory, Equity Research, IR Advisory e ESG Advisory con un team di professionisti con pluriennale esperienza sulla finanza straordinaria, le tecniche di valutazione del mercato azionario, la comunicazione finanziaria, la regolamentazione e la finanza sostenibile (V-Finance). Nel 2014 ha fondato l'OSSERVATORIO EGM (ex OSSERVATORIO AIM), Think Tank sul mercato dei capitali.



IRTOP CONSULTING

COMUNICATO STAMPA
Milano, 8 novembre 2022

Contatti:

IR Top Consulting - Via Bigli, 19 - 20121 Milano Tel. +39 02 45473883

Domenico Gentile ufficiostampa@irtop.com

Cell: +39 328 4157908

Antonio Buozzi a.buozzi@irtop.com

Cell: +39 320 062441

IR TOP Consulting Srl – Boutique Finanziaria

IPO Partner Borsa Italiana - Via Bigli, 19 20121 Milano – CF e P. Iva 13442940154 – T. +390245473884/3
www.irtop.com – www.pmicapital.it

Iscritta al registro Imprese n. 159884/2001 Tribunale di Milano –Iscritta al R.E.A. n. 1652315 C.C.I.A.A. di Milano