

Cover story

Egm. Rilanciarlo con il modello svedese e con gli investimenti dei fondi pensione

Per attirare investitori di lungo periodo serve ridurre gli spread e offrire più liquidità

Lucilla Incorvati

Per diversi anni è stato un piccolo motore di cambiamento segnando l'avanzata di tante Pmi ad alta crescita a Piazza Affari ma nell'ultimo anno il suo fascino sembra sbiadito. Stiamo parlando dell'Egm (Euronext Growth Milan), nato ufficialmente nel 2021 come proseguo dell'Aim (mercato alternativo del capitale) creato nel 2009 per favorire un accesso più facile al mercato principale (Mta) per le Pmi, grazie a una procedura semplificata di quotazione, costi inferiori e benefici fiscali. Le perle non sono mancate come Rosetti Ma-

SPICCANO I RIALZI DI ROSETTI MARINO, FOPE, REDELFI, LINDBERGH E OFFICINA STELLARE

rino che in 16 anni ha messo a segno una performance di 2440%, Fope che in 10 anni ha realizzato una performance di 2141 per cento e ancora Officina Stellare (in sette anni +643%), Lindbergh (in 6 anni +771%) e Redelfi (in 4 anni + 804%).

La retromarcia

A giugno 2026 l'Egm contava 204 società quotate (una capitalizzazione di circa 11,6 miliardi) ma nel periodo 2025-2026 ha visto 24 Ipo e 26 delisting, a fronte del periodo 2020-2024 quando ci sono state 147 Ipo e 57 delisting. E ancora andando indietro tra il 2015 e il 2019 Aim è stato protagonista di 112 Ipo e 27 delisting. Il periodo più florido va dal 2019 al 2021 quando il listino ha toccato i suoi massimi storici per nu-

mero di matricole, volumi di raccolta e interesse degli investitori, grazie anche all'effetto propulsivo dei Pir (Piani individuali di risparmio).

Nei primi 10 anni ha superato quota 120 società quotate, diventando un punto di riferimento fondamentale per la crescita e la trasparenza delle medie imprese italiane, anche grazie a un aggiornamento dei regolamenti e presidi di trasparenza per consolidare la propria maturità e attrarre un numero sempre maggiore di investitori istituzionali. Ma il 2026 potrebbe diventare il primo anno in cui sull'Egm il saldo netto tra nuove quotazioni e uscite dal mercato è negativo. «Prima di un'analisi delle motivazioni dei delisting, bisogna fare una distinzione tra Opa su società ritenute interessanti da fondi di private equity o investitori industriali che sono normali nelle Borse e servono a fare emergere le inefficienze del mercato, aiutando a correggerlo, - sottolinea Gianluca Pediconi partner di Momentum Alternative Investments - rispetto ai delisting motivati da costi della quotazione superiore ai benefici o addirittura dalla mancanza dei requisiti per rimanere quotati sull'Egm. A nostro avviso, bisogna cercare di rompere il circolo vizioso innescato dalla scarsa liquidità di molti titoli quotati sull'Egm e dallo scarso interesse degli investitori istituzionali per questo segmento. Ciò comporta valutazioni depresse, limitato accesso al mercato dei capitali a condizioni interessanti e un' inadeguata copertura da parte degli analisti finanziari». Come spiega l'esperto, la soluzione non è semplice. «Da una parte, esiste un problema culturale del risparmio italiano ancora troppo poco incline all'equity e, spesso, con un orizzonte temporale troppo breve. Dall'altro, anche alla luce di questo aspetto, bisognerebbe riuscire a portare sul mercato solo società che siano effettivamente pronte a essere quotate (per dimensione, strategia, necessità di raccogliere capitali, ecc.). Inoltre, il mercato Egm dovrebbe essere visto come un " trampolino " verso il translisting sui mercati regolamentati principali. Mentre troppo spesso, invece, questo percorso è nebuloso o nemmeno indicato».

Una riforma dedicata

Secondo Anna Lambiase, ceo di Ir-Top Consulting e direttore scientifico dell'Osservatorio Ecm, la leva più potente per fermare i delisting è una manovra sui fondi pensione. «Questa potrebbe portare a quota stabile e ricorrente di capitale istituzionale sull'Egm con prodotti dedicati e una quota obbligatoria di patrimonio dei fondi pensione su società quotate e quotate dell'Egm, così da garantire liquidità, ridurre gli spread, aumentare i volumi minimi giornalieri, rendere più difficile il delisting - spiega Lambiase - e sostenere la permanenza delle Pmi quotate, allineando l'Italia al modello Svezia-Danimarca, dove i fondi pensione sostengono le Pmi quotate. La Svezia ha 10 volte la nostra liquidità perché i fondi pensione sono obbligati a investire in Pmi». Come dettaglia Lambiase i fondi pensione, supportati anche da un incentivo fiscale, sono l'unico investitore "paziente". «Non hanno vincoli di breve periodo, ideali per sostenere Pmi; - sottolinea - hanno massa critica grazie a 200 miliardi di patrimonio e basta l'1% per cambiare il mercato Egm. Non speculano, non fanno trading ma stabilizzano, creando liquidità strutturale e rendendo l'Egm competitivo con i mercati nordici».

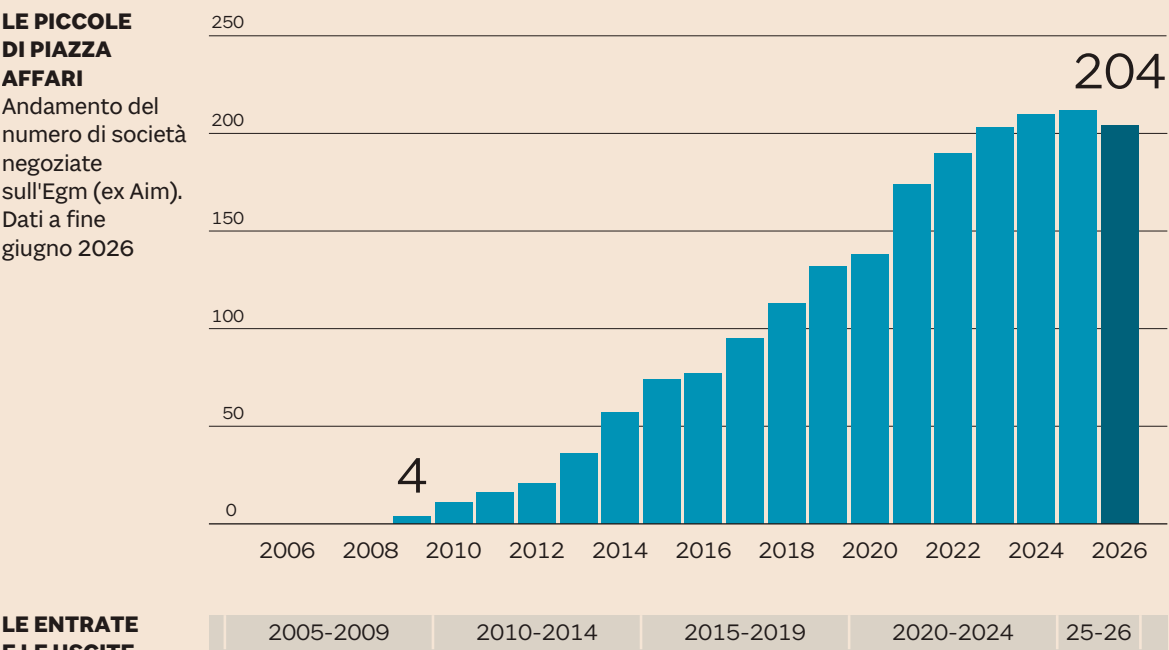
MERCATI Listini a confronto

Da inizio anno sono approdate sul mercato Egm cinque società. Si tratta di Praexidia Industrie Strategiche (segmento professionale), Opt, Alia Mentis, Eti, Dipietro Group, ultima matricola che ha esordito il 31 luglio.

In termini di performance l'indice Ftse Italia Growth si piazza molto bene visto che ha registrato al 18 agosto 2026 un risultato da inizio anno pari al 7,72% mentre ad un anno ha messo a segno a +9,94% rispetto all'1,56% e all'11,56% rispettivamente per Ftse Italia Small Cap da inizio anno e ad un anno. Mentre il Ftse Star ha registrato da inizio

anno un risultato pari allo 0,05% e a un anno del 5,73% per cento. L'indice Ftse Italia Mid Cap Index, invece, segna da inizio anno una performance pari a 5,25% mentre a un anno il risultato è pari al 9,88%. Infine, l' Ftse Italia All-Share segna da gennaio un 17,37% mentre ad un anno il 23,72 per cento

LA FOTOGRAFIA. In Borsa i primi diciassette per le Pmi ad alta crescita



Costi elevati e maggiori controlli: quanto pesa la quotazione

LE SOCIETÀ

Antonio Criscione

La presenza di un mercato dei capitali ampio ed efficiente rappresenta un vero e proprio "bene pubblico" di vitale importanza strategica per l'intero sistema economico. Eppure per chi sceglie questa strada i costi sono molto elevati. Come evidenzia Marcello Bianchi di Assonime, si registra una profonda asimmetria strutturale: sebbene i benefici della trasparenza informativa generata ricadano sull'intera collettività, i rilevanti costi organizzativi e procedurali gravano interamente sulle spalle delle società quotate, creando persino un potenziale svantaggio competitivo rispetto ai concorrenti privati che non sono soggetti ai medesimi oneri. «Questa frattura - aggiunge - si è ulteriormente inasprita negli ultimi decenni a causa della crescita degli oneri regolatori e della forte concorrenza di mercati privati meno trasparenti, i quali beneficiano dei segnali informativi del mercato pubblico senza sostenerne i costi, alimentando così il saldo negativo tra ammissioni e delisting. In questo scenario, per un'impresa la vera sfida non risiede soltanto nel momento iniziale dell'Ipo, ma nel misurarsi continuativamente con un maggior numero di obblighi di compliance e con una vigilanza decisamente più elevata».

Per comprendere l'impatto della scelta per il mercato, occorre guardare ai dati economici. Analizzando la struttura dei costi di un'operazione di quotazione (fatto 100 il totale), secondo gli esperti consultati da Plus24, la spesa si ripartisce indicativamente con un 20-30% destinato all'Euronext Growth Advisor (ex Nomad), un 25-40% per il global coordinator e il bookrunner, un 10-15% per le spese legali, un 5-10% per i revisori contabili, un 5-15% per la comunicazione e le investor relation, mentre le commissioni di quotazione (listing fees) vere e proprie incidono per meno del 5% del totale. Tradotto in valori assoluti per le piccole e medie imprese che scelgono l'Euronext Growth Milan (Egm), la spesa iniziale per un'azienda che mira a raccogliere 20 milioni di euro oscilla tra 1,4 e 1,6 milioni di euro (circa il 7-8% della raccolta complessiva). A questo si aggiungono costi ricorrenti di mantenimento compresi tra i 150mila e i 400mila euro all'anno per gestire funzioni precedentemente non necessarie, come la revisione aggiuntiva, l'advisor e le investor relation. Le cifre salgono ulteriormente se si punta al main Market, che richiede

DALL'IPO AL MANTENIMENTO DELLO STATUS COSA PAGANO LE AZIENDE

almeno 40 milioni di capitalizzazione e il 25% di flottante: qui i costi fissi d'ingresso variano da 1,5 a 3 milioni di euro (circa il 6% dell'offerta), con costi annuali di mantenimento stimabili tra 500mila e 1 milione di euro. Di fronte a investimenti e obblighi così significativi, la riflessione deve necessariamente spostarsi sui benefici strategici complessivi. Come osserva Fabio Bianconi di Sodali: «La grande domanda non è tanto quanto costa quotarsi, ma è il valore che genera la quotazione».

La quotazione, dunque, si rivela vincente solo se concepita come un tassello strategico di lungo periodo: essa ha senso quando «è parte di una strategia di crescita - afferma Bianconi - e non semplicemente un modo alternativo di raccogliere il capitale», offrendo preziose risorse per acquisizioni, diversificazione delle fonti di finanziamento, maggiore reputazione del brand o l'attrazione di manager di alto livello tramite stock option. Un simile percorso esige tuttavia una profonda evoluzione culturale da parte della proprietà, poiché, come conclude Bianconi, «l'imprenditore inizia a separarsi dall'idea di possesso perché va a condividere un'opportunità o un rischio con altri investitori», ponendo le basi per una governance trasparente ed efficace e per una crescita progressiva del flottante nell'arco di dieci o quindici anni.

A carico delle società anche sanzioni sproporzionate su vizi formali

IL LISTING ACT

Il dibattito sull'attuazione del Listing Act in Italia coinvolge in modo particolare la riforma del sistema sanzionatorio per gli abusi di mercato, un tema sicuramente centrale per l'attrattività e la competitività della nostra piazza finanziaria e quindi per la permanenza delle imprese nei listini di Piazza Affari. Una delle novità più significative e già accolte con favore dagli operatori è l'eliminazione dell'automatica applicazione delle sanzioni di carattere personale collegate alla perdita dei requisiti di onorabilità, circoscrivendo la disciplina all'ambito strettamente amministrativo per le violazioni degli articoli 17 (gestione informazioni privilegiate), 18 (registro insider) e 19 (insider dealing) per la regolamentazione Mar. Tuttavia, la vera sfida si sposta ora sulla necessità di una modulazione e differenziazione delle sanzioni in base alla gravità reale delle condotte e alla loro incidenza sul mercato. «Se per la mancata comunicazione di informazioni privilegiate può essere corretta l'applicazione di sanzioni amministrative gravose - spiega Lukas Plattner, di Advant Nctm -, lo stesso non si può dire per le violazioni di natura puramente formale». In merito a queste ultime, come la mancata o non corretta apertura del registro degli insider (articolo 18 Mar) o la tardiva notifica del ritardo (articolo 17.4 Mar), Plattner spiega: «Sono degli adempimenti burocratici, non hanno nessun effetto sul mercato. Per queste mancanze procedurali oggi le sanzioni oscillano tra i 5mila e i 250mila euro. Sarebbe opportuno intervenire introducendo sanzioni proporzionate, magari comprese tra i 1.500 e i 5mila euro. Anche per le comunicazioni sulle operazioni degli insider (articolo 19 Mar) si richiede una disciplina specifica con sanzioni equilibrate, data la loro limitata influenza sull'andamento dei titoli anche con riguardo alle negligenti violazioni di operare in blackout period».

Un altro capitolo di rilievo riguarda la semplificazione e la rapidità di chiusura dei procedimenti attraverso strumenti deflattivi. Anche qui gli esperti chiedono di introdurre l'oblazione per le violazioni della Mar, consentendo il pagamento in forma ridotta per chiudere definitivamente il caso. «Sebbene Consob abbia già mostrato coraggio - spiega Plattner - ammettendo la disciplina degli impegni per diverse violazioni Mar, rimane critica la "gogna reputazionale" derivante dalla pubblicazione sul bollettino dei nomi dei sanzionati anche per infrazioni non gravi. Queste prassi si traduce di fatto in una sanzione personale indiretta di ben cinque anni». Per questo motivo, suggerisce di limitare la pubblicità ai soli casi di particolare gravità e introdurre una procedura di settlement (definizione agevolata o patteggiamento) per concordare la sanzione in via transattiva con l'autorità, evitando il ricorso in appello. Sullo sfondo di queste riforme rimane il "grande assente": il decreto legislativo sulle sanzioni amministrative e penali previsto dalla Legge Capitali, del quale, come ricorda Plattner, si sono perse le tracce. Le ultime indiscrezioni parlavano di un doppio binario per gli abusi di mercato (articolo 14 e 15 della Mar), volto ad applicare sanzioni amministrative per i casi lievi e penali per quelli gravi. — An.Cr.