



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"L'acquisizione di Borsa Italiana da parte di Euronext: analisi delle
modifiche ai requisiti del processo di quotazione"**

RELATORE:

CH.MO PROF.: Bruno Buchetti

LAUREANDA: Gaia Rattighieri

MATRICOLA N.: 2001023

ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature) ... 

Indice

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1. LA QUOTAZIONE	3
1.1. Premessa	3
1.2. Le IPO.....	3
1.2.1 I soggetti coinvolti.....	4
1.2.2 Le tipologie di IPO	5
1.3. I vantaggi dell'IPO.....	6
1.4. Le SPAC	7
CAPITOLO 2. L'INGRESSO DEL GRUPPO EURONEXT	9
2.1. L'acquisizione di Borsa Italiana	9
2.1.1. L'obiettivo del gruppo Euronext	10
2.1.2. Le sinergie	11
2.2. I mercati di Borsa Italiana.....	12
2.3. I mercati per l'Equity	13
2.3.1. I mercati regolamentati.....	13
2.3.2. I mercati MTF (<i>multilateral trading facilities</i>)	14
2.4. Le IPO sui mercati Euronext	15
CAPITOLO 3. LE AGEVOLAZIONI ALLA QUOTAZIONE.....	18
3.1. Il panorama italiano	18
3.1.1. Perché le imprese italiane non si quotano.....	19
3.2. I costi della quotazione	21
3.2.1. Le tipologie.....	21
3.3. L'intervento dello Stato	22
3.4. Le semplificazioni di Euronext.....	24
3.4.1. Le semplificazioni documentali e in materia di ammissione	24
3.4.2. Ruolo e responsabilità del Listing Agent	25
Conclusioni	27
Riferimenti bibliografici.....	28

INTRODUZIONE

Il presente lavoro di tesi si propone di esaminare il processo di quotazione in Borsa, focalizzandosi sugli aspetti fondamentali delle IPO (*Initial Public Offering* anche *Offerta Pubblica iniziale*) e sui cambiamenti apportati a Borsa Italiana in seguito all'acquisizione della medesima da parte del gruppo Euronext, e infine di analizzare le semplificazioni regolamentari per l'ammissione alla quotazione.

Nel primo capitolo viene fornita una panoramica del meccanismo attraverso il quale le società immettono per la prima volta i propri titoli sul mercato, ovvero l'IPO. Vengono analizzati nel dettaglio i ruoli e le funzioni ricoperti da tutti i soggetti coinvolti nel processo, nonché le varie modalità mediante il quale le società emettono i loro titoli, effettuando un'offerta pubblica di vendita, un'offerta pubblica di sottoscrizione o alternativamente un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione. Si pone poi particolare attenzione ai vantaggi generati dalla conclusione dell'operazione, delineando anche l'alternativa maggiormente adottata, rispetto alla più classica IPO, per la realizzazione della quotazione, ossia la creazione di una SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*).

Nel secondo capitolo vengono ripercorsi gli accordi con il quale, in data 29 aprile 2021 Borsa Italiana è stata acquisita dalla holding Euronext. Particolare attenzione è data all'analisi degli obiettivi prefissati dal gruppo Euronext in termini di ampliamento del business e di creazione di forti sinergie tra i due gruppi, puntando a realizzare una forte integrazione che permetta ai due gruppi di perseguire l'obiettivo di creazione della "maggiore infrastruttura di mercato paneuropea". Vengono analizzati gli impatti che l'acquisizione ha avuto sui mercati gestiti da Borsa Italiana, delineandone la struttura, e tutte le fasi necessarie per il completamento del processo. Particolare enfasi è posta sulla procedura di ammissione alla quotazione sui due mercati per l'equity che Borsa Italiana gestisce, ovvero il mercato regolamentato Euronext Milan, con il suo segmento Euronext STAR Milan, e i mercati MTF (*Multilateral trading facilities*), rappresentati dal mercato Euronext Growth Milan e dal relativo segmento professionale.

Il terzo e ultimo capitolo ripercorre le IPO che sono state concluse sui mercati azionari italiani negli ultimi anni, sottolineando l'ancora scarsa attrattività di cui gode la quotazione, soprattutto se paragonata con il novero di soluzioni di finanziamento bancario. Vengono analizzati i fattori che si pongono alla base della forte resistenza da parte delle imprese italiane nell'intraprendere un'IPO, che vanno ricercate nel sistema capitalistico di tipo familiare, caratteristico del tessuto economico italiano, e negli elevati costi iniziali (sia in misura fissa che in misura variabile), che devono necessariamente essere sostenuti per l'ammissione alla negoziazione. Sono state

esaminate infine le agevolazioni introdotte al fine di semplificare la procedura di quotazione. In merito il Ministero delle Imprese e del Made Italy ha previsto, con la legge di bilancio per il 2023 pubblicata il 29 dicembre 2022, la proroga di un credito di imposta rivolto alle imprese che decidono di quotarsi nel 2023. Euronext ha invece previsto una semplificazione del processo su vari fronti, rimodulando sia i requisiti documentali necessari per la conclusione dell'IPO, sia la competenza di Borsa Italiana in materia di ammissione, sia il ruolo del Listing Agent, in merito al suo ruolo durante e in seguito alla conclusione della quotazione.

CAPITOLO 1. LA QUOTAZIONE

1.1. Premessa

La quotazione consiste nel collocamento da parte di una società di uno strumento finanziario all'interno del listino dei titoli scambiati in un determinato mercato mobiliare. Grazie a questo processo le società, dopo aver valutato scrupolosamente i vantaggi e le responsabilità che esso comporta, hanno la possibilità di espandere il loro assetto proprietario aprendo il proprio capitale di rischio a un vasto pubblico di investitori.

La quotazione si presenta come un processo molto complesso e che coinvolge numerosi professionisti, al cui termine i titoli emessi dalla società interessata saranno collocati su un mercato dove sottostando alle direttive impartite dal gestore del mercato stesso, potranno essere liberamente acquistati e venduti dagli investitori.

Diverse sono le modalità tramite il quale le società possono concludere il processo di quotazione: il metodo più diffuso è la realizzazione di un'IPO (*Initial Public Offering*), processo tramite il quale le società interessate offrono i propri titoli sul mercato. Un secondo metodo, seppure meno diffuso del primo, è rappresentato dalla realizzazione di una SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*), veicolo societario privo di attività operative e contenente unicamente risorse finanziarie, il cui scopo è quotarsi sul mercato e realizzare, in un secondo momento, un'operazione di fusione o acquisizione con un'altra impresa non quotata consentendole di avere accesso al mercato.

1.2. Le IPO

Le IPO (*Initial Public Offering*), sono definite da Borsa italiana come “*particolari tipologie di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzate all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato*”, e costituiscono uno strumento fondamentale per tutte le società che prevedono di aprire il proprio capitale al pubblico. La rilevanza di questo strumento è rappresentata dall'occasione per le società di confrontarsi con degli scenari competitivi sempre più complessi e di raccogliere le risorse finanziarie necessarie per sostenere ed ampliare il loro business.

La scelta strategica di quotarsi realizzando un'IPO rappresenta un momento decisivo per la vita di una società, fornendole la possibilità di “raccolgere risorse finanziarie per accelerare lo sviluppo, diversificare le fonti di finanziamento coinvolgendo nell'azionariato investitori

domestici e internazionali”, e richiedendo al contempo una maggiore trasparenza nei rapporti con i vari stakeholders.

Nonostante i numerosi benefici legati alla realizzazione di un’IPO, le imprese che decidono di fare il loro ingresso sul mercato devono essere pronte ad assumersi le responsabilità che ne derivano, sostenendo elevati costi iniziali e dovendo adeguare la struttura societaria agli stringenti obblighi formali e sostanziali impartiti dagli organi di controllo dei mercati finanziari.

Borsa Italiana, parte del gruppo Euronext a partire dal 29 aprile 2021, è la società incaricata di gestire gli scambi sui mercati finanziari in Italia, e fornisce la possibilità a società di ogni dimensione, dalle start up e piccole e medie imprese fino alle grandi imprese altamente capitalizzate, di quotarsi all’interno dei mercati da essa gestiti completando con successo il processo di IPO. (Borsa Italiana)

1.2.1 I soggetti coinvolti

Lo svolgimento dell’operazione è subordinato alla presenza di una società, detta “società emittente”, interessata alla quotazione e al collocamento dei titoli che costituiranno l’oggetto dell’offerta e da una controparte, rappresentata dagli investitori che riceveranno l’offerta e acquisteranno gli strumenti finanziari. Questi ultimi possono a loro volta essere suddivisi in due categorie: i) istituzionali, ovvero operatori economici che esercitano in modo continuativo e professionale l’attività di investimento di rilevanti risorse finanziarie frutto della raccolta presso comunità di risparmiatori, oppure ii) investitori retail, definiti da Consob come tutti quei soggetti risparmiatori (anche società o altri enti) non qualificabili come clienti professionali.

Tuttavia, trattandosi di un’operazione straordinaria e molto complessa, affinché l’IPO possa concludersi correttamente è indispensabile la presenza di un team di professionisti che supporti l’impresa e i soci sia durante lo svolgimento l’operazione, sia nei momenti che precedono e seguono la quotazione. Tra i soggetti esterni richiesti affinché l’IPO possa svolgersi con successo figurano il Global Coordinator, i consulenti legali, le società di revisione e di comunicazione, l’Advisor finanziario, il Listing Agent e l’Euronext Growth Advisor. (Treccani) (Consob)

Il Global Coordinator è una banca di investimento che coordina e assiste la società in tutti gli aspetti della quotazione, compreso il collocamento dei titoli, e che presenta caratteristiche e requisiti specifici modellati sulla base del mercato di riferimento in cui la società deciderà di operare. Ad esso si aggiunge la necessità di disporre di un gruppo di consulenti legali che affianchino la società e i soci dal punto di vista legale, contrattualistico e normativo, ma anche

di un pool di esperti che si occupi di effettuare verifiche sul sistema di controllo di gestione interno dell'impresa, rappresentati dalle società di revisione. La partecipazione di una società di comunicazione impegnata nella gestione di tutti gli aspetti legati al marketing e alle relazioni con gli investitori è altrettanto importante, in quanto garantisce alla società un'adeguata visibilità sul mercato nel periodo antecedente al collocamento e all'offerta dei titoli presso il pubblico.

L'intervento di un Advisor Finanziario è invece richiesto con l'obiettivo di appoggiare l'imprenditore nei rapporti con tutti gli altri professionisti coinvolti e di aiutare la società emittente nella definizione della struttura dell'offerta, che deve essere modellata in base ai bisogni finanziari dell'azienda oggetto di valutazione.

Gli ultimi due soggetti coinvolti sono il Listing Agent e l'Euronext Growth Advisor, la cui presenza e ruolo variano sulla base del mercato di riferimento in cui la società emittente sceglie di operare. L'intervento del Listing Agent è richiesto in caso di quotazione sul mercato Euronext Milan, destinato alle imprese di media e grande capitalizzazione, a cui è assegnato il compito di affiancare la società nello svolgimento dell'intero processo e garantire che tutti gli stakeholders coinvolti siano adeguatamente tutelati, verificando la qualità, la correttezza, e la completezza delle informazioni fornite, e assicurando che l'operazione si svolga in modo corretto e trasparente.

L'Euronext Growth Advisor è richiesto invece in caso di quotazione all'interno dell'Euronext Growth Milan, il mercato dedicato alle PMI in crescita, al quale spetta verificare l'appropriatezza della società al collocamento dei titoli, unitamente a occuparsi di pianificare e supervisionare l'attività delle imprese non solo durante il corso la realizzazione dell'operazione, ma anche durante la permanenza delle stesse sul mercato, tutelandone l'integrità reputazionale. L'Euronext Growth Advisor può essere una banca di investimento, una SIM o alternativamente una società di corporate finance, l'unico vincolo imposto dall'organismo di vigilanza (Consob) è dato dall'obbligo del soggetto ad iscriversi all'interno di uno degli appositi registri di Borsa Italiana. (Borsa Italiana)

1.2.2 Le tipologie di IPO

L'IPO, o Offerta Pubblica iniziale, è la soluzione ad oggi maggiormente adottata dalle imprese che decidono di quotarsi. Le società emittenti, una volta consolidata la decisione di approdare sul mercato, concretizzano la quotazione tramite un'offerta di titoli che può essere ultimata scegliendo fra diverse forme tecniche, quali un'Offerta Pubblica di Vendita (OPV), un'Offerta

Pubblica di Sottoscrizione (OPS), o alternativamente per un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione e Vendita (OPVS) (Treccani).

L'Offerta Pubblica di Vendita identifica lo strumento tramite il quale alle imprese è data la possibilità di vendere, integralmente o solo in parte, le azioni ordinarie con diritto di voto già esistenti e in possesso degli azionisti. In questo caso l'obiettivo del soggetto emittente non sarà quello di espandere o ridurre la base azionaria, in quanto non sussiste alcun aumento del capitale sociale, ma sarà solamente quello di realizzare un cambiamento nella compagine sociale. Nell'ipotesi in cui l'ammontare di azioni accettate sia inferiore rispetto alle azioni offerte il soggetto emittente potrà decidere se ritirare il residuo o alternativamente lasciare l'offerta in sospeso.

A differenza di quanto accade con un'OPV, quando una società opta per un'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) essa provvede a collocare sul mercato unicamente azioni di nuova emissione, andando ad incrementare il capitale sociale. L'obiettivo di questa fattispecie è quello di raccogliere risorse finanziarie senza coinvolgere nell'operazione i soci preesistenti, dal momento che la realizzazione di un OPS, a differenza di un mero aumento del capitale sociale, prevede che i soci non dispongano di alcun diritto di opzione per l'acquisto delle nuove azioni.

L'ultima forma tecnica tramite il quale l'IPO può essere presentata è un'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione, ovvero una formula ibrida che presenta congiuntamente le caratteristiche di un'offerta pubblica di vendita e di un'offerta pubblica di sottoscrizione: attraverso questa operazione i vecchi azionisti hanno la possibilità di liquidare il loro investimento e al contempo la società può aprirsi all'ingresso di nuovi investitori grazie all'emissione dei titoli. (Borsa e Finanza)

1.3. I vantaggi dell'IPO

I vantaggi derivanti dalla realizzazione di un'IPO sono svariati e permeano tutte le principali funzioni di un'impresa. Da un punto di vista meramente finanziario, la quotazione in Borsa permette di supportare l'espansione del business e la diversificazione delle fonti di finanziamento, aumentando la flessibilità della raccolta del capitale. Un altro fattore estremamente rilevante è dovuto al fatto che le aziende presenti sui mercati presentano generalmente una maggiore facilità nella raccolta di risorse finanziarie rispetto alle imprese che hanno deciso di non quotarsi, risultando agevolate sia nell'accesso al sistema bancario sia alla raccolta presso investitori professionali. L'IPO consente inoltre di espandere l'azionariato e rafforzare la compagine sociale, in particolare nei casi in cui all'interno del capitale facciano

ingresso investitori istituzionali, agevolando inoltre gli azionisti già esistenti intenzionati a liquidare in tutto in parte il loro investimento.

Le imprese che scelgono di quotarsi godono anche di un miglioramento della loro reputazione e notorietà, poiché la quotazione fa insorgere obblighi di produrre diversa documentazione informativa, a tutela degli investitori e degli stakeholder. Le società intenzionate a quotarsi infatti, come previsto dalla Consob, devono assicurare alti livelli di trasparenza informativa, incrementando così l'attenzione e la credibilità sia agli occhi dei clienti, che attribuendo maggior prestigio al marchio saranno maggiormente disponibili a collaborare con la società, sia agli occhi dei lavoratori, generando un aumento della fedeltà dei dipendenti e facilitando l'ingresso di capitale umano qualificato. (Azimut)

1.4. Le SPAC

Le SPAC (Special Purpose Acquisition Company), sono dei veicoli di investimento che permettono alle società di accedere al mercato in modo alternativo rispetto alla scelta di realizzare un processo di IPO tradizionale. Le SPAC sono società che vengono costituite unicamente con lo scopo di essere quotate sul mercato, e che utilizzano i proventi derivanti dalla quotazione per acquisire, o alternativamente fondersi, con altre imprese definite “*società target*”.

L'utilizzo delle SPAC come strumento di quotazione è stato introdotto in tempi relativamente recenti, a partire dal 2003, e ha un orizzonte temporale compreso tra i 18 e i 24 mesi, ovvero il tempo concesso alla SPAC per la realizzazione della “*business combination*” con la società target.

Nonostante numero di SPAC concluse negli ultimi anni sia in aumento, le IPO tradizionali sembrano ancora lo strumento più apprezzato per la quotazione. Questo accade poiché le SPAC sono ritenute tendenzialmente più “opache” rispetto alle IPO, considerate invece più trasparenti. Le SPAC, essendo create con il solo scopo di essere quotate, risentono della mancanza di una “*storia operativa*” che faccia acquisire fiducia negli investitori. Gli stessi investitori sembrano quindi essere condizionati struttura intrinseca “*One shot one deal*” delle SPAC, aumentando la loro avversione al rischio.

Nonostante il maggior rischio individuato dagli investitori, le SPAC portano numerosi benefici agli attori che prendono parte al processo di realizzazione delle stesse, permettendo di ridurre i tempi necessari per la quotazione grazie a una minore richiesta in termini di documentazione per la società target, e eliminando il “rischio offerta”, poiché i proventi raccolti dalla quotazione

della SPAC sono convertiti in azioni speciali che verranno trasformate in azioni ordinarie in caso di successo dell'operazione. Se l'operazione non dovesse concludersi gli investitori avranno la possibilità di recedere e ritirare le risorse da loro impiegate. (Magnus Blomkvist, 2020) (Borsa Italiana)

CAPITOLO 2. L'INGRESSO DEL GRUPPO EURONEXT

2.1. L'acquisizione di Borsa Italiana

Il 9 ottobre 2020 è stato ufficializzato l'accordo per la vendita di Borsa Italiana, il gruppo che dal 1808 si occupa della gestione dei mercati finanziari italiani, ceduta dal London Stock Exchange Group (LSEG) in favore del Gruppo Euronext. La holding di Euronext, nata nel 2000 a seguito della fusione delle borse valori di Parigi, Bruxelles e Amsterdam, presentando un'offerta migliore rispetto agli altri due soggetti coinvolti nelle trattative, ovvero Deutsche Börse e il gruppo svizzero SIX, e dopo aver ricevuto il via libera da parte dell'Anti-trust, ha acquisito la proprietà di Borsa Italiana. L'operazione si è conclusa ufficialmente il 29 aprile 2021, giorno a partire dal quale il 100% delle azioni di Borsa Italiana sono state cedute dal London Stock Exchange Group ad Euronext, dando vita alla maggiore infrastruttura di mercato paneuropea. La cash consideration dell'acquisizione ammonta a circa 4,4 miliardi di euro. (Borsa Italiana) (Euronext, 17 novembre 2021)

Il finanziamento dell'operazione è stato supportato dalla sottoscrizione di un finanziamento a lungo termine e da un prestito ponte, facendo solo in minima parte ricorso alle disponibilità liquide di Euronext. Il perfezionamento della transazione è avvenuto con l'impiego da parte di Euronext di 0,3 miliardi di euro di disponibilità liquide, 3,7 milioni di euro derivanti dal prestito ponte che Euronext prevede di ripagare per metà con l'emissione di nuovi titoli obbligazionari a lungo termine e per la restante parte grazie a un aumento di capitale rivolto agli azionisti preesistenti di Euronext, e di 0,6 miliardi di euro raccolti con la sottoscrizione di azioni di nuova emissione da parte di Cassa Depositi e Prestiti Equity e di Intesa San Paolo, che hanno beneficiato di un *private placement* del valore di 579 milioni di euro.

CDP Equity e Intesa entrano ufficialmente a far parte dell'azionariato del gruppo Euronext, acquisendone rispettivamente il 7,3% (partecipazione equivalente a quella della francese "*Caisse des Dépôts ed Consignations*") e l'1,3%. Essi hanno dimostrato contestualmente all'acquisizione il loro impegno nel supportare il rilancio del tessuto economico italiano e la realizzazione degli obiettivi di crescita di lungo termine della holding, concordando un lock up period di tre anni per la liquidazione dell'investimento.

In merito alla conclusione dell'acquisizione, Pierpaolo di Stefano, CEO e Chief Investment Officer di CDP Equity ha riferito che "*attraverso l'acquisizione del 7,3% di Euronext, CDP favorirà la crescita dell'intera industria italiana dei servizi per l'intermediazione finanziaria e lo sviluppo di un'infrastruttura chiave per il rilancio imprenditoriale ed economico del Paese,*

confermando il ruolo di partner strategico e affidabile per le aziende italiane e per gli investitori internazionali". (CDP)

Euronext, società di diritto olandese con sede ad Amsterdam, ospitando 1929 società quotate per un totale di 6,3 mila miliardi di capitalizzazione di mercato con la conclusione dell'operazione si conferma quale prima piazza europea per il finanziamento del capitale di rischio e per il mercato secondario con circa 12,2 miliardi di titoli azionari ed ETF (Exchange traded funds) negoziati ogni giorno. (Euronext)

2.1.1. L'obiettivo del gruppo Euronext

Il Gruppo Borsa Italiana va ad aggiungersi alla lista di borse valori già presenti nel portafoglio di Euronext, che opera in Europa con sette sedi di negoziazione quali Amsterdam, Bruxelles, Dublino, Lisbona, Oslo, Parigi e Roma. La conclusione dell'operazione ha contribuito a consolidare ulteriormente la posizione di Euronext all'interno del contesto europeo, incrementando notevolmente le dimensioni del gruppo, la diversificazione territoriale, e il business mix. Il Gruppo, tornato indipendente nel 2014 dopo aver fatto parte del New York Stock Exchange dal 2007 al 2013, ha introdotto all'interno del suo portafoglio nuove classi di attività, consolidando i servizi relativi al post trading. L'apporto al business di Euronext non è infatti circoscritto all'ingresso di Borsa Italiana Spa, che ha portato con sé anche CC&G (Cassa di Compensazione e Garanzia), Monte Titoli Spa, MTS (Mercato Telematico dei Titoli di Stato), e le piattaforme ELITE e Gatelab. Con CC&G, mercato di compensazione multi-asset rinominato poi Euronext Clearing contenente azioni, ETF, fondi chiusi, derivati finanziari, materie prime e reddito fisso, Euronext completa definitivamente il suo progetto di ampliamento dei servizi post-negoziazione, mentre con l'ingresso di MTS e Monte Titoli consolida la sua posizione sul mercato obbligazionario, raddoppiando la scala dei suoi franchise a reddito fisso e CSD (Central Securities Depository). (Euronext)

L'obiettivo alla base dell'intervento di Euronext è collegare le economie locali con i mercati internazionali e supportare l'economia reale facilitando l'accesso ai capitali per le imprese, ponendo particolare attenzione alle piccole e medie imprese, alle aziende familiari e alle società appartenenti al settore tecnologico. In relazione a queste ultime, infatti, Euronext ha provveduto a potenziare la piattaforma ELITE, interamente dedicata alla raccolta di capitale per le imprese ambiziose e in forte crescita, arrivando a contenere ad oggi 442 società quotate per un totale di ricavi che superiore i 37 miliardi di euro e creano 160.000 posti di lavoro in tutta Europa. Euronext, perseguendo il suo obiettivo, partecipa attivamente alle discussioni a livello europeo

riguardanti lo sviluppo dei *growth market* a vantaggio delle piccole e medie imprese, impegnandosi quotidianamente per facilitare la raccolta di fondi per queste ultime e supportando la creazione di valore per gli stakeholder. (Borsa Italiana)

2.1.2. Le sinergie

Euronext ha previsto la creazione di forti sinergie col Gruppo Borsa Italiana in termini di costi e di ricavi, derivanti in gran parte dall'ingresso di Borsa Italiana all'interno del portafoglio ordini Unico (Single order Book) di Euronext. Il completamento della migrazione su Optiq, piattaforma per il trading di Euronext e contemporaneamente più grande pool di liquidità in Europa, ha reso possibile la creazione di un accesso unico per investitori istituzionali e retail locali e globali a tutti i titoli e i prodotti che esso fornisce, integrando i mercati azionari ed ETF di Borsa Italiana all'interno del gruppo. (Sole 24 ore).

La migrazione, perfezionata con successo il 27 marzo 2023, ha portato con sé consistenti e immediate ripercussioni sui ricavi, rappresentando una tappa fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi di sinergie run-rate annue, pari a 115 milioni di euro. Così facendo, gli operatori di mercato di Borsa Italiana godranno dei benefici di una piattaforma unica e della flessibilità di Optiq per lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi per il mercato italiano, incrementando l'efficienza operativa e il livello dei servizi per gli emittenti e per tutti gli operatori mercato. In particolare, con la creazione di un unico *carnet* di ordini, Euronext incrementa la liquidità dei mercati italiani e ne aumenta contestualmente la visibilità degli emittenti (La Stampa)

Alla migrazione sulla piattaforma unica si aggiungono anche i vantaggi generati dalla convergenza di capacità, di procedure e di know-how possedute dai due gruppi, che saranno sfruttate nell'ottica di aumentare l'efficienza del gruppo e di sostenere la transizione di quest'ultimo verso una crescita sostenibile basata sulla cultura e sui valori ESG (environmental, social and governance). Il processo di trasformazione, agevolato dalle economie generate dall'aumento delle dimensioni del gruppo, si concretizza già dall'istituzione del primo indice *blue chip* dedicato alle best practice ambientali, datato ottobre 2021.

Gli effetti positivi si estendono anche all'intero sistema economico italiano, coinvolgendo i principali soggetti operanti all'interno del medesimo. Le imprese grazie all'intervento di Euronext hanno accesso a un più vasto pubblico di investitori (sia per quanto riguarda l'equity che le obbligazioni), e beneficiano di un solido sostegno nello svolgimento dell'intero processo di quotazione. Esso permette contestualmente agli investitori italiani di entrare in contatto a

oltre 1900 aziende, ampliando i confini dei possibili investimenti a tutte le sette borse valori che possiede, e favorisce il capitale umano impiegato già da Borsa Italiana, fornendo la possibilità di accedere a nuove posizioni lavorative incrementando le responsabilità assunte da essi.

2.2. I mercati di Borsa Italiana

Nonostante l'ingresso del Gruppo Euronext l'organizzazione dei mercati di Borsa Italiana per gli investitori è rimasta sostanzialmente inalterata. Essa include il mercato ETFPlus, in cui si negoziano gli ETF (*Exchange traded funds*), ovvero OICR (organismi di investimento collettivo del risparmio) con almeno una particolare categoria di azioni o quote negoziata per l'intera giornata in una sede di negoziazione nell'ambito della quale almeno un intermediario interviene per assicurare che il prezzo dei titoli nella sede di negoziazione non si discosti in maniera significativa dal rispettivo valore netto di inventario né, se del caso, da quello indicativo calcolato in tempo reale, ma che ospita anche lo scambio di ETC/ETN, strumenti finanziari il cui valore è collegato all'andamento dei prezzi di altre attività.

Il MOT (*Mercato Telematico delle Obbligazioni*) è il comparto in cui si negoziano obbligazioni diverse da quelle convertibili, titoli di stato, euro-obbligazioni o obbligazioni di emittenti esteri, ABS e altri titoli di debito, mentre il mercato degli strumenti derivati o IDEM (*Italian Derivatives Market*) è riservato alle negoziazioni di contratti futures e contratti di opzione aventi come attività sottostante strumenti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici. (Borsa Italiana)

I mercati dedicati alla negoziazione di equity sono rimasti anch'essi invariati, sebbene a partire dal 25 ottobre 2021 essi abbiano cambiato denominazione: il mercato Telematico Azionario (MTA) è diventato Euronext Milan (EXM), il segmento STAR è diventato Euronext STAR Milan, il mercato AIM è diventato Euronext growth Milan (EGM) e il mercato MIV si è trasformato in Euronext MIV Milan.

Gli indici che raggruppano le azioni quotate sul mercato Euronext sono gestiti dalla società FTSE Russell, sussidiaria del London Stock Exchange Group nata dall'unione di FTSE Group e Russell Indexes che fornisce quotidianamente gli indici che misurano e confrontano i mercati di tutto il mondo. Le società quotate che figurano all'interno della serie FTSE Italia vengono revisionate con cadenza trimestrale; le principali sono FTSE Mib (le prime 40 società per capitalizzazione), FTSE Italia Mid Cap (le 60 azioni ordinarie successive al FTSE Mib), FTSE Italia Small Cap (le restanti società di Euronext Milan e MIV), FTSE Italia All Share (che

raggruppa i 3 indici precedenti), FTSE Italia STAR (per le società quotate sul segmento STAR) e FTSE Italia Growth (che raggruppa i titoli negoziati sul mercato Euronext Growth Milan). (LSEG) (FTSE Russell)

2.3. I mercati per l'Equity

Borsa Italiana mette a disposizione un'ampia gamma di mercati azionari, supportando varie tipologie di società nella raccolta di risorse e soddisfacendo richieste specifiche. Si dividono in mercati regolamentati, a loro volta suddivisi tra mercati dedicati alle società quotate e destinati a veicoli di investimento, e in MTF (*multilateral trading facilities*), sistemi di contrattazione privati che offrono la possibilità di negoziare strumenti finanziari quotati presso una Borsa senza compiti regolamentari di ammissione informativa. (Borsa Italiana)

2.3.1. I mercati regolamentati

Il Testo Unico della Finanza delinea un “mercato regolamentato” quale un *sistema multilaterale amministrato da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alla Disciplina dei Mercati stabilita nella parte III del TUF (Testo Unico della Finanza) e improntata alla Direttiva 2014/65/UE*”. Euronext Milan e il suo segmento Euronext STAR Milan sono i mercati regolamentati messi a disposizione da Borsa Italiana per le società quotate, che si caratterizzano per la loro regolarità di funzionamento, per la presenza di un'autorità vigilante e per il rispetto degli obblighi di trasparenza forniti dai soggetti regolatori. Entrambi i mercati si rivolgono alle imprese di media e grande capitalizzazione che hanno bisogno di raccogliere risorse per il finanziamento della loro crescita e permettono che la loro interno avvengano operazioni di scambio di azioni, obbligazioni convertibili, warrant, diritti di opzione. Si caratterizzano requisiti di ammissione e di permanenza in linea con gli standard internazionali, stimolando in tal modo l'ingresso di investitori istituzionali, professionali e del pubblico risparmio.

Euronext STAR Milan nasce del 2001 come segmento del più ampio Euronext Milan con lo scopo di valorizzare le piccole e medie imprese che presentano profili di spiccata eccellenza. Le società intenzionate a quotarsi all'interno del segmento STAR decidono volontariamente di adeguarsi agli stringenti requisiti imposti in termini di governance, trasparenza e liquidità per

umentare la loro visibilità agli occhi degli investitori globali. Grazie all'incontro tra le best practice previste per l'ingresso sul mercato e i servizi di visibilità offerti da Borsa italiana come la STAR conference svolta a Milano e a Londra, le società dell'indice FTSE ITALIA STAR sono agevolate nella ricerca di capitali internazionali e domestici e nella creazione di significative over performance se comparate con altre quotate con dimensioni paragonabili.

L'ultimo mercato regolamentato offerto da Borsa italiana è Euronext MIV, mercato dedicato alla quotazione di veicoli che investono in economia reale, all'interno del quale vengono negoziate principalmente quote di FIA (soprattutto di tipo chiuso), Special Purpose Acquisition Company (SPAC), e altre società diverse dai FIA con una strategia di investimento non ancora completata come i SIIQ (Società di Investimento immobiliare quotate) che non hanno ancora investito il capitale raccolto. Solitamente i FIA quotati su questo mercato sono italiani o europei, aperti al pubblico o riservati agli investitori internazionali, costituiti in forma contrattuale (fondo chiuso) o negoziale (SICAF), armonizzati a livello europeo o autorizzati ai sensi della normativa domestica. Si tratta di un mercato con posizione neutrale relativamente alle strategie di investimento adottate, all'interno del quale possono essere ammessi alla quotazione veicoli di investimento con le più svariate strategie di investimento, quali ventura capital, private equity, private debt, infrastructure, Real estate, renewables o ESG.

2.3.2. I mercati MTF (*multilateral trading facilities*)

Euronext Growth Milan e il suo segmento professionale Euronext STAR sono i due mercati MTF (*multilateral trading facilities*) offerti da Borsa Italiana, sistemi di contrattazione tramite il quale si possono negoziare strumenti finanziari quotati presso una borsa senza compiti regolamentari di ammissione e informativa. Le MTF, come descritto da Borsa Italiana, sono dei circuiti di negoziazione gestiti da soggetti privati che permettono l'acquisto e a vendita mediante l'incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali, di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali. I mercati MTF si occupano dello scambio di titoli già quotati presso altri mercati, ma a differenza di quanto previsto per i mercati organizzati essi non possono decretare l'ammissione alle negoziazioni dei titoli oggetto di scambio e sono soggetti a diverse regole e procedure di autorizzazione all'operatività

L'Euronext Growth Milan è interamente dedicato alle PMI dinamiche e competitive che, grazie a un approccio regolamentare equilibrato e caratterizzato da requisiti minimi di accesso, sono in grado di attrarre nuovi investitori. Esso rappresenta un acceleratore per i progetti di crescita

e di competitività delle PMI, agevolando le imprese nel raggiungimento dei loro obiettivi in termini di raccolta del capitale, visibilità, standing e controllo. L'adozione di best practice riconosciute a livello internazionale facilita la misurabilità e il confronto tra le performance ottenute delle società quotate sul mercato. Il processo di quotazione sul mercato Euronext Growth Milan si caratterizza per la presenza dell'Euronext Growth Advisor, che accompagna e supporta la società in tutte le fasi che vanno dall'ammissione alla permanenza sul mercato.

Il segmento professionale in qualità di sottoinsieme dell'Euronext Growth Milan è il mercato riservato alle piccole e medie imprese che desiderano accedere ai mercati adottando un approccio graduale, dotandosi progressivamente delle strutture necessarie adeguate a operare sul mercato degli investitori retail. Si tratta infatti di un mercato riservato unicamente agli investitori professionali ed è obbligatorio per società come start up e scale up che hanno avviato la commercializzazione da meno di un anno e pertanto non hanno ancora avviato fondamentali processi strategici e funzioni previsti dal modello di business. Il segmento professionale è particolarmente indicato anche per le società che intendono realizzare operazioni di *just listing*, che non avendo immediate necessità di raccolta di capitali preferiscono attendere condizioni di mercato migliori rispetto a quelle affrontate in sede di IPO o che desiderano aumentare la propria visibilità presso gli investitori prima di procedere con l'offerta. (Borsa Italiana)

2.4. Le IPO sui mercati Euronext

Il costo sostenuto dalle società per la realizzazione dell'IPO è un investimento di lungo termine che richiede consapevolezza da parte delle emittenti sia dell'importanza derivante da un corretto svolgimento della fase di pianificazione dell'operazione sia di tutti gli obblighi che caratterizzano la vita di una società quotata sul mercato. La quotazione si configura quale un procedimento complesso che assume connotazioni diverse sulla base del mercato di riferimento, e la cui realizzazione può variare tra un orizzonte temporale che oscilla da 1 a 6 mesi per la quotazione sui mercati Euronext Growth Milan e da 2 a 5 mesi per i mercati regolamentati di Euronext Milan.

Il primo step con cui devono confrontarsi le imprese interessate alla quotazione su Euronext Milan e su Euronext Growth Milan è l'attività preparatoria. In questa prima fase del processo le società emittenti sono tenute a identificare la loro strategia e le modalità con cui intendono creare valore per gli azionisti, tenendo conto sia del settore di appartenenza sia del posizionamento competitivo consolidato fino a quel momento. Le emittenti devono inoltre produrre una serie di documenti contenenti le informazioni relative alla situazione finanziaria dell'impresa, depositando i bilanci certificati (anche quelli pro forma nel caso di recenti

operazioni straordinarie), il piano industriale pluriennale, e definendo il perimetro e le modalità di svolgimento dell'IPO. Alle società è poi richiesto di provvedere a modificare, ove necessario, l'organizzazione societaria e il modello di governance, assicurandosi di aver adottato i corretti principi contabili, in linea con quanto previsto dai requisiti.

Essendo la fase preliminare cruciale affinché la quotazione si concluda con successo, è altrettanto importante che le società siano affiancate durante tutto il percorso da una squadra manageriale forte e con profili adeguati alla complessità delle operazioni svolte. Di conseguenza le emittenti devono essere in grado di scegliere i giusti Advisor per la definizione dell'offerta, identificando il global coordinator e il Listing Agent in caso di quotazione su Euronext Milan e dell'Euronext Growth Advisor e dei consulenti in caso di quotazione sui mercati MTA.

Una volta conclusa la fase preliminare le società devono avviare le attività di due diligence e di premarketing, svolte tendenzialmente tra i 2 e i 3 mesi precedenti al perfezionamento dell'IPO. Le società sono tenute a realizzare le attività di due diligence fiscale, contabile, finanziaria e di business, unitamente alla redazione del prospetto informativo relativamente alle attività svolte, alle opportune verifiche su controllo di gestione interno ed esterno e la predisposizione del Working Capital Statement. Solo successivamente alla produzione di tutta la documentazione richiesta sarà possibile presentare l'equity story agli analisti e ai potenziali investitori, fornendo così una visione chiara delle possibilità di crescita dell'azienda e agevolando la definizione di un range valutativo.

Nella parte finale del processo le differenze tra il processo di quotazione su Euronext Milan (EXT) e Euronext Growth Milan (EGM) sono più consistenti. Nel caso di quotazione sul mercato regolamentato EXT, dopo aver presentato la società agli analisti e ai potenziali investitori, si apre una fase di istruttoria al termine del quale, dopo aver ricevuto il nullaosta da parte della Consob relativamente al Prospetto informativo, la società potrà essere ammessa alla quotazione. Al termine del processo di istruttoria e di ammissione viene organizzato il roadshow con gli investitori e successivamente il bookbuilding, momento in cui gli ordini vengono raccolti e, dopo aver definito il prezzo, i titoli vengono allocati.

Le ultime fasi del procedimento relativo alla quotazione su Euronext Growth Milan si differenziano in modo sostanziale da quelle richieste per Euronext Milan: in seguito alla presentazione dell'equity story vengono solitamente organizzati degli incontri tra società ed investitori tramite il quale avviene la raccolta degli ordini per i titoli e la definizione il prezzo degli stessi, senza lo svolgimento di una specifica attività di istruttoria come avviene nel caso di Euronext Milan. A questo punto l'ammissione alla quotazione si avvicina alla conclusione

mediante la presentazione da parte dell'emittente della domanda di pre-ammissione, che deve essere presentata a Borsa Italiana entro i 10 giorni antecedenti all'IPO. Nei 3 giorni antecedenti alla prima quotazione la società deve presentare la vera domanda di ammissione grazie al quale i titoli saranno collocati sul mercato, dando inizio alle operazioni di scambio. (Borsa Italiana)

CAPITOLO 3. LE AGEVOLAZIONI ALLA QUOTAZIONE

L'Italia è uno dei paesi in cui i mercati borsistici sono meno indicativi della reale situazione del tessuto produttivo e industriale. Questo avviene sia a causa della bassa percentuale di società interessate ad aprire il proprio capitale al pubblico, dato che nella maggior parte dei casi preferiscono attingere ai finanziamenti bancari, sia a causa di una minore dimensione delle imprese quotate. Svareti sono i motivi alla base di questa tendenza, e gran parte di essi sono dovuti alle caratteristiche del sistema economico italiano. (Consob)

3.1. Il panorama italiano

I dati relativi alle IPO svolte sui mercati finanziari italiani negli ultimi anni rispecchiano la consolidata tendenza da parte delle imprese italiane a non rivolgersi al mercato, che è inoltre sempre più spesso soggetto ad operazioni di *delisting*. Nel 2020 la capitalizzazione delle società quotate a Piazza Affari era pari a 607 miliardi, 37% del PIL, per un totale di 377 società quotate e di 24 IPO concluse nell'anno. Nel 2021 sono state registrate 49 quotazioni, per una capitalizzazione totale pari a 769,3 miliardi di euro e un peso pari al 31% de PIL, in linea con quanto accaduto in gran parte delle Borse europee nel 2021, anche grazie alla ripresa post-Covid. Nel 2022 le IPO concluse sono ritornate a livelli inferiori a quelli registrati nel 2020, registrando 29 IPO per un peso totale pari al 33,9% del PIL.

I dati evidenziano lo svuotamento del mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana, ancora fortemente incapace di attrarre imprese di media e grande dimensione, che ha registrato alla fine dello scorso anno una capitalizzazione totale di 626,2 miliardi di euro. (Borsa Italiana) (Il sole 24 Ore)

Uno dei motivi per il quale sui mercati italiani vengono realizzate poche IPO è da ricercarsi nelle dimensioni medie delle società. Il tessuto economico italiano è composto per la gran parte da piccole e medie imprese a conduzione familiare che molto spesso non sono pronte a sostenere un processo così complesso. Nonostante siano molto spesso accomunate dalla mancanza della liquidità necessaria per autofinanziare la loro crescita, decidono di restare ancorate a un modello economico fondato sul ricorso all'indebitamento bancario, spesso svantaggioso nel lungo periodo poiché più costoso rispetto alla raccolta di capitale sul mercato. Le cause alla base dell'ancoraggio al sistema bancocentrico che caratterizza le imprese italiane spiccano gli elevati costi necessari per il completamento della procedura di ammissione alle negoziazioni, e la consolidata tradizione del capitalismo familiare. (La Stampa)

3.1.1. Perché le imprese italiane non si quotano

Dal momento che per poter accedere alla quotazione le PMI dovrebbero sottoporsi a radicali cambiamenti strutturali, le imprese molto spesso non sono disposte a sopportare i costi richiesti per conformarsi ai requisiti. Esiste inoltre una forte avversione, manifestata dagli imprenditori, nell'accettare il maggiore grado di trasparenza previsto sia nella fase di IPO, sia nel percorso da società quotata. In aggiunta, una forte limitazione tipica delle imprese a conduzione familiare, si sostanzia nella paura che l'apertura della società attraverso l'ingresso di nuovi soci e di figure manageriali esterne al nucleo familiare, possa causare una perdita di controllo all'interno dell'impresa stessa, soprattutto considerando che in gran parte delle imprese a conduzione familiare anche l'organo amministrativo e di controllo è costituito da membri della famiglia. (Il Post, 2023)

Nonostante i forti vincoli imposti dal sistema familiare, il limite principale si sostanzia nei costi che le imprese sono tenute a sostenere sia per adempiere agli obblighi di compliance durante il processo di *listing*, sia per soddisfare i requisiti imposti alle società quotate in seguito all'ammissione alle negoziazioni, che prevedono la condivisione periodica di obiettivi e risultati con investitori e con soggetti terzi all'interno dei rispettivi organi amministrativi. Inoltre, il dovere di trasparenza imposto alle imprese è spesso vissuto come un onere, non solo dal punto di vista meramente economico, ma anche in termini di potenziale rischio per la competitività dell'impresa, dal momento che l'ingente quantità di informativa da produrre potrebbe indebolire il proprio vantaggio competitivo. La scarsa attrattività della quotazione, dovuto a una regolamentazione piuttosto complessa rende le IPO complicate e costose, e priva il sistema economico italiano di uno degli strumenti principe per il sostegno della crescita.

In particolare, le imprese sono obbligate a sottostare ai seguenti requisiti in termini di informativa e organizzazione interna:

Requisiti in fase di ammissione

REQUISITI FORMALI IN FASE DI AMMISSIONE	Euronext Milan	Euronext STAR Milan	Euronext growth Milan	Segmento professionale
Flottante	0,25	0,35	10% (5 investitori istituzionali)	10% (5 investitori)
Bilanci Certificati	3	3	1 (se esistente)	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani, Internazionali Americani	Internazionali, Italiani, Americani
Offerta	Istituzionale/Retail	Istituzionale/Retail	Principalmente Istituzionale (retail con offerte < € 8 Mn)	Non Obbligatoria
Documenti	Prospetto informativo	Prospetto Informativo	Documento di ammissione	Documento di ammissione
Market Cap	Min. €40m	Min. €40m — Max. 1bn	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
CDA (n. amm. Indipendenti)	TUF	Obbligatorio (N. nel Regolamento)	C.d.A. con 1 amministratore indipendente	C.d.A.
Comitato Controllo e rischi	TUF	Obbligatorio	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
Comitato remunerazione	TUF	Obbligatorio	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
Incentivi al top management	TUF	Obbligatorio (remunerazione legata a performance)	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
Investor relations manager	Raccomandato	Obbligatorio	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Advisor Principale	Listing Agent/Global Coordinator	Listing Agent/Global Coordinator	Euronext Growth Advisor/Global Coordinator	Euronext Growth Advisor

Fonte: Borsa Italiana

Requisiti on going

REQUISITI ON GOING	Euronext Milan	Euronext STAR Milan	Euronext growth Milan	Segmento professionale
Codice di Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo	Facoltativo
Specialist	Obbligatorio per società con capitalizzazione inferiore a 1 bn per i primi 3 anni dalla quotazione	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche annuali / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider + 2 ricerche annuali)	Non obbligatorio
Informativa	Necessaria informativa price sensitive e operazioni straordinarie	Necessaria informativa price sensitive e operazioni straordinarie	Necessaria informativa price sensitive e operazioni straordinarie (MAR e regolamento Euronext Growth Milan)	Necessaria informativa price sensitive e operazioni straordinarie (MAR e regolamento Euronext Growth Milan)
OPA	TUF: 30% per obbligatoria o 25% se non PMI o contendibili (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva, 90% - 95% per residuali	TUF: 30% per obbligatoria o 25% se non PMI o contendibili (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva, 90% - 95% per residuali	OPA Statutaria	OPA Statutaria
Pati correlate	Procedure e obblighi informativi	Procedure e obblighi informativi	Procedure semplificate e obblighi informativi	Procedure semplificate e obblighi informativi
Dati trimestrali	Non obbligatori	I - III resconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre (esonero IV trimestre se relazione finanziaria annuale pubblicata entro 90 dalla chiusura dell'esercizio)	Non obbligatori	Non obbligatori
Dati semestrali	Si, entro 90 giorni dalla chiusura del semestre	Si - entro 75 giorni dalla chiusura dell'operazione	Si - entro 3 mesi dalla chiusura del semestre	Si - entro 3 mesi dalla chiusura del semestre
Dati annuali	Si - pubblicazione entro 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio	Si - se entro 90 giorni dalla chiusura d'esercizio senza obbligo del IV trimestrale	Si - pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio	Si - pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

Fonte: Borsa Italiana

3.2. I costi della quotazione

Seppur considerandone i vantaggi in termini di sviluppo e di crescita per la società, un'IPO si distingue pur sempre per il suo carattere di “*straordinarietà*”. Costituendo inevitabilmente un momento di discontinuità rispetto alle attività quotidianamente svolte all'interno delle società, è necessario che gli organi amministrativi svolgano un'attenta valutazione della convenienza dell'investimento, anche tenendo in considerazione gli elevati costi iniziali che essa comporta.

I costi di quotazione rappresentano per le società un investimento di lungo termine che viene sostenuto *una tantum*, a differenza di quanto previsto dai finanziamenti bancari che prevedono la periodica corresponsione degli interessi, e che permette un accesso permanente al capitale. Gli oneri della quotazione variano sulla base del mercato target dell'operazione, ma dipendono anche da struttura, dimensione, settore, complessità dell'azienda, dalla struttura dell'offerta e dalla composizione del team a supporto dell'operazione. Essi si suddividono in due macrocategorie: i costi fissi e i costi variabili. (Borsa Italiana)

3.2.1. Le tipologie

I costi fissi, ovvero le spese che l'emittente sostiene indipendentemente dall'ammontare raccolto in fase di collocamento, sono dovuti in via principale alla necessità di avvalersi di figure interne ed esterne a supporto della società durante tutto il processo, al fine di assicurarne la buona riuscita.

Il processo di IPO prevede un assiduo impegno da parte dei vertici aziendali, che devono essere in grado di calibrare l'intensità degli sforzi e delle risorse impiegate nell'occuparsi dello svolgimento dell'operazione. Onde evitare che il top management si defocalizzi eccessivamente dalle attività quotidiane previste dal business dell'impresa, è fondamentale quindi che le società si dotino internamente di un gruppo di esperti forte, indipendente e coeso. In tal modo la società potrà completare il processo senza che, attribuendo un'eccessiva priorità alle questioni e alle problematiche che potrebbero insorgere per il completamento dell'IPO, le attività del core business passino in secondo piano.

Ad impattare in modo decisivo sul costo totale dell'IPO sono gli oneri corrisposti agli esperti esterni che affiancano la società durante la procedura. Essi comprendono le spese generate dal coinvolgimento dei consulenti per le attività di due diligence, del Listing Agent, dell'eventuale Euronext Growth Advisor, delle società di revisione e di comunicazione, degli studi legali e di tutti gli altri advisor coinvolti. In aggiunta, essendo le società quotate gravate da stringenti obblighi in termini di disclosure anche in seguito al completamento dell'operazione, è

fondamentale che le società adattino la loro struttura dotandosi, se necessario, di sistemi informativi interni adeguati.

Nel novero delle spese fisse rientrano anche le *fees* da corrispondere a Borsa Italiana per la prima ammissione sul mercato. Secondo quanto previsto dalla *price list* di Borsa Italiana in vigore dal 1° aprile 2023, le commissioni per l'ingresso di nuove società sul mercato variano in base al mercato scelto e alla capitalizzazione della società. La capitalizzazione considerata ai fini del calcolo della commissione, trattandosi della prima ammissione sul mercato, è la base del prezzo di offerta dei titoli, mentre nel caso in cui le società non effettuino l'offerta il calcolo sarà svolto considerando il prezzo rilevato durante il primo giorno di negoziazione.

La quotazione su Euronext Milan prevede la corresponsione di un prezzo pari a 35.000 euro se la capitalizzazione prevista è al di sotto del miliardo di euro, e di 100.000 euro nel caso in cui tale soglia venga superata. Per quanto riguarda Euronext Growth Milan la soglia è fissata a 20 milioni di euro di capitalizzazione, al di sotto del quale il prezzo per l'ammissione alla quotazione sarà pari a 15.000 euro, viceversa nel caso in cui la capitalizzazione superi il limite dei 20 milioni la cifra richiesta ammonterà a 25.000 euro. Nell'eventualità in cui le società siano interessate a essere ammesse alle negoziazioni all'interno del segmento STAR del mercato Euronext Milan sarà inoltre richiesto, al momento dell'eventuale conseguimento della qualifica, il pagamento di un corrispettivo aggiuntivo pari a 5.000 euro.

Ai suddetti costi si aggiungono i corrispettivi, sempre a carico della società emittente, dovuti all'utilizzo della piattaforma di negoziazione per la raccolta delle adesioni, che dipenderanno dalla tipologia dell'offerta (OPV, OPS o OPVS) e dai servizi ricevuti, che si differenziano in base al mercato di riferimento.

I costi variabili sono invece legati al collocamento dei titoli presso gli investitori e vengono definiti quale percentuale dell'ammontare raccolto. Si tratta pertanto di commissioni corrisposte solo in caso di esito positivo al collocamento: le nuove società che intendono immettersi sul mercato dovranno pagare un corrispettivo che oscilla tra un minimo di 180€ a un massimo di 500€ per ogni 1.000.000 di euro di capitalizzazione. (Borsa Italiana)

3.3. L'intervento dello Stato

Ai fini di sostenere le società che decidono di intraprendere il percorso di quotazione, il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) ha previsto, all'interno della legge di bilancio del per l'anno 2023 (legge del 29 dicembre 2022, n.197, art. 1 comma 395), una proroga del credito di imposta per il sostenimento dei costi di consulenza in fase di IPO.

La legge, n. 205, introdotta per la prima volta il 27 dicembre 2017 (legge di bilancio 2018), prevede che *“le piccole e medie imprese che decidono di quotarsi in un mercato regolamentato o alternativamente in sistemi multilaterali di negoziazione di uno stato membro dell’Unione europea o dello spazio economico europeo possano usufruire di un credito di imposta pari al 50% delle spese di consulenza sostenute durante il processo”*. La manovra, introdotta nel 2017, era stata inizialmente prevista per avere una durata massima di tre anni, fino al 31 dicembre 2020, ma già con le leggi di bilancio emanate nel 2020 e nel 2021 la legge era stata prolungata sino al 31 dicembre 2022. (Ministero delle Imprese e del Made in Italy)

Nel 2023 l’agevolazione è stata poi ulteriormente prorogata di un anno, fino al 31.12.2023, riportando l’importo massimo ottenibile a 500.000,00 euro: in questo modo le PMI che hanno ottenuto l’ammissione alla quotazione dal gestore del mercato in data successiva al 1° gennaio 2023 potranno usufruire della maggiorata agevolazione fiscale.

In particolare sono ammissibili, secondo quanto previsto dalla fattispecie delineata dal Ministero dello sviluppo economico, che definisce le modalità di accesso ai benefici, tutte le *“attività sostenute in vista dell’inizio del processo di quotazione e ad esso finalizzate, quali l’implementazione e l’adeguamento del sistema di controllo di gestione, l’assistenza dell’impresa nella redazione del piano industriale, il supporto all’impresa in tutte le fasi del percorso; attività fornite durante la fase di ammissione alla quotazione e finalizzate ad attestare l’idoneità della società all’ammissione medesima e alla successiva permanenza sul mercato, attività necessarie per collocare presso gli investitori le azioni oggetto di quotazione; attività di assistenza della società emittente nella redazione del documento di ammissione e del prospetto o dei documenti utilizzati per il collocamento, attività riguardanti le questioni legali, fiscali e contrattualistiche strettamente inerenti alla procedura di quotazione quali, tra gli altri, le attività relative alla definizione dell’offerta, la disamina del prospetto informativo o documento di ammissione o dei documenti utilizzati per il collocamento presso investitori qualificati, la due diligence legale o fiscale e gli aspetti legati al governo dell’impresa; attività di comunicazione necessarie a offrire la massima visibilità della società, a divulgare l’investment case , tramite interviste, comunicati stampa, eventi e presentazioni alla comunità finanziaria”*.

In questo modo il governo mira a ridurre sensibilmente gli oneri necessari per lo svolgimento dell’intero processo, spingendo le piccole e medie imprese a preferire l’accesso al mercato dei capitali piuttosto che al sistema bancario. (Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 2018)

3.4. Le semplificazioni di Euronext

Consob, secondo quanto contenuto nella delibera n. 22455 del 21 settembre 2022, ha ritenuto che i cambiamenti apportati al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. siano conformi alla disciplina dell'Unione europea e idonee ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Predette modifiche, approvate dal Consiglio di Amministrazione di Borsa Italiana del 21 luglio 2022 e trasmesse alla Consob con nota dell'8 settembre 2022, entreranno in vigore a decorrere dal 3 ottobre 2022. (Consob, 2022)

Grazie all'integrazione nella holding europea Euronext, le modifiche apportate al Regolamento di Borsa Italiana hanno allineato il processo di quotazione in Italia agli standard europei e globali. L'obiettivo delle modifiche riguardanti la quotazione a Piazza Affari è quello di semplificare gli obblighi per le società che desiderano quotarsi, riducendo il carico di lavoro e i tempi necessari per accedere al mercato. Queste semplificazioni, come descritto dal CEO Stéphane Boujnah, sono coerenti con l'impegno di Euronext nel facilitare l'accesso ai propri mercati, sia per gli emittenti locali che internazionali. In particolare, sono state significativamente ridotte le richieste di documentazione per le società che si preparano a quotarsi, diminuendo le responsabilità in materia di ammissione da parte di Borsa Italiana e rivedendo il ruolo e le responsabilità dello Sponsor. (Milano Finanza, 2022)

3.4.1. Le semplificazioni documentali e in materia di ammissione

La prima semplificazione introdotta riguarda l'insieme dei documenti che l'emittente deve produrre a seguito della domanda di ammissione alla quotazione. In primo luogo, è stato eliminato il requisito di redigere, previa approvazione dell'organo amministrativo, un Memorandum contenente una descrizione del sistema di controllo di gestione adottato dall'emittente e dalle principali società del gruppo, se presenti. Con l'introduzione dei nuovi requisiti l'emittente deve fornire una mera dichiarazione relativa al sistema di controllo di gestione, avvalendosi delle verifiche svolte dalle società di revisione. (Borsa Italiana, 2022)

In aggiunta è stato eliminato, secondo quanto disciplinato comunicato rilasciato da Borsa Italiana con la delibera del 22 settembre 2022 l'obbligo di depositare, in sede di ammissione alla quotazione:

- a. Il piano industriale consolidato dell'esercizio in corso e dei due esercizi successivi, insieme al confronto tra i dati previsionali e quelli consuntivi relativi agli ultimi tre esercizi;

- b. La relazione contenente il confronto del sistema di governo societario dell'emittente con le raccomandazioni proposte dal Codice di Autodisciplina delle società quotate. Le caratteristiche del sistema di governo societario e la sua conformità alle raccomandazioni del codice di autodisciplina sono comunque oggetto di analisi da parte di Borsa Italiana, che baserà le proprie valutazioni non solo sulla relazione acquisita, ma anche sul prospetto e sugli elementi raccolti durante il processo istruttorio attraverso l'interazione con l'emittente e l'agente di quotazione;
- c. Il documento elaborato a support della Valutazione, che richiede l'illustrazione in cui si richiede che venga ripotato lo sviluppo del metodo di attualizzazione dei flussi economico/finanziari e del metodo dei multipli di mercato;
- d. Una copia dei fascicoli relativi agli ultimi tre bilanci annuali, di esercizio o consolidati, ove l'emittente sia tenuto alla loro redazione, in quanto già contenuti nel prospetto;
- e. Una copia della relazione del revisore legale o della società di revisione incaricata, relativamente al bilancio (d'esercizio o consolidato), dell'ultimo dei tre periodi annuali e se esistente dei due esercizi precedenti;
- f. Un'analisi alla data più recente di eventuali rapporti di debito scaduti dell'emittente e delle altre società del gruppo ad essi facenti capo, inclusi sia i debiti finanziari sia quelli di natura commerciale, tributaria e previdenziale.

Essendo stata ridimensionata l'importanza riposta nel piano industriale in fase di ammissione, anche il novero di situazioni in cui Borsa Italiana può respingere la domanda di ammissione alla quotazione si è sensibilmente ridotto. Nonostante ciò, restano ferme le motivazioni che possono portare al rifiuto dell'ammissione da parte di Borsa Italiana, che deve individuare i casi in cui l'ammissione alla quotazione possa pregiudicare gli interessi degli investitori, avvalendosi dei confronti intervenuti con il Listing Agent e su quanto evidenziato dai documenti predisposti dalla società.

3.4.2. Ruolo e responsabilità del Listing Agent

I cambiamenti apportati al processo di Listing interessano anche il ruolo dell'intermediario che si occupa della domanda di ammissione, rinominato "Listing Agent", termine che ha sostituito il precedente Sponsor. Il cambiamento trova la sua origine in virtù delle sostanziali modifiche riguardanti il ruolo dell'intermediario stesso.

Lo scopo della modifica è stato quello di riqualificare il ruolo dell'intermediario (Listing Agent) che nell'ambito del consorzio di collocamento, è incaricato della domanda di ammissione di titoli azionari. In questo modo Borsa Italiana ha rivisto che al Listing Agent sia attribuita almeno una tra le funzioni di Global Coordinator e di book runner, liberandolo dal ruolo di *Lead manager* dell'offerta o del collocamento. In aggiunta Borsa Italiana ha previsto una riduzione degli oneri di responsabilità in capo a questo ultimo, cui non viene più richiesto di:

- a. Dichiarare di non essere venuto a conoscenza di elementi tali da far tenere che l'emittente e le principali società del gruppo non abbiano adottato al proprio interno un Sistema di controllo di gestione conforme a quello descritto dall'emittente nel Memorandum (che è stato eliminato)
- b. Dichiarare di essersi formato il convincimento che i dati previsionali esibiti all'interno del piano industriale, relativi all'esercizio in corso alla data di presentazione della domanda di quotazione, sono stati determinati dall'emittente dopo attento e approfondito esame documentale delle prospettive economiche e finanziarie dell'emittente del gruppo.

Con l'introduzione del nuovo regolamento, inoltre, il Listing Agent assume anche il ruolo di interlocutore tra la società emittente e Borsa Italiana durante la procedura di ammissione. Sono inoltre state rimodellate le responsabilità e gli oneri in capo allo stesso

Infine Borsa Italiana ha previsto che per le società con capitalizzazione di mercato prevedibile inferiore a 1.000 milioni di euro su Euronext Milan, e per tutte le società ammesse alla quotazione sul segmento STAR, si nomini un operatore specialista che esponga continuamente sul mercato proposte di acquisto e vendita a prezzi che non si differenzino tra loro per una percentuale superiore a quella definita da Borsa Italiana; a produrre o a far riprodurre per proprio conto almeno due ricerche all'anno relative al soggetto emittente secondo i migliori standard, che dovranno essere pubblicate in occasione della pubblicazione dei risultati d'esercizio annuali e semestrali; e di organizzare almeno due incontri all'anno tra il management della società e gli investitori professionali, presenziandovi obbligatoriamente.

Conclusione

In conclusione, il presente lavoro di tesi ha fornito una panoramica sullo svolgimento della quotazione e sulle diverse fasi che la caratterizzano, sottolineandone i vantaggi e le criticità. Sono state analizzate le novità apportate dalla Holding di Euronext nei confronti del Gruppo Borsa Italiana a seguito dell'acquisizione conclusa il 29 aprile 2021, focalizzando l'attenzione sugli obiettivi e sulle modifiche apportate all'interno dei mercati azionari già gestiti da Borsa Italiana.

Il lavoro ha delineato le cause alla base della scarsa attrattività delle IPO, dimostrando come la maggior parte delle imprese italiane non sia in grado di sostenere un processo di tale complessità, sia a causa delle dimensioni ridotte che dell'organizzazione informale e di tipo familiare che le caratterizzano, sia a causa degli elevati costi iniziali che devono essere sostenuti in fase di ammissione. Nonostante lo svuotamento dei mercati degli ultimi anni, vi sono stati diversi tentativi che hanno tentato di supportare la realizzazione delle IPO all'interno dei mercati azionari regolamentati, cercando di rendere la raccolta di risorse finanziarie sul mercato maggiormente attrattiva per le imprese.

Il Ministero delle Imprese e del Made in Italy, con la legge di Bilancio per l'anno 2023, ha previsto la proroga di un credito di imposta del valore massimo di 500.000€ per la copertura delle spese di consulenza sostenute in fase di ammissione, riducendo così gli oneri derivanti dalla procedura. Euronext, grazie alla delibera datata 21 settembre 2022, ha svolto un ruolo chiave nella semplificazione della quotazione, adattandola alle *best practices* adottate a livello internazionale. L'intervento ha previsto l'eliminazione di una serie di documenti che le società erano obbligate a produrre in fase di istruttoria, ha rimodellato le competenze di Borsa Italiana in materia di ammissione, e ha provveduto alla riqualificazione del ruolo del Listing Agent, agevolando lo svolgimento del processo.

In conclusione, le modifiche regolamentari introdotte da Euronext, assieme alle agevolazioni governative, hanno impattato fortemente sul costo totale dell'IPO e per questo motivo è auspicabile che andranno a favorire un crescente accesso da parte delle imprese italiane ai mercati azionari.

Riferimenti bibliografici

Azimut Quotarsi sul mercato Euronext Growth Milan: quali vantaggi [Online]. - <https://azimutdirect.com/it/blog/egm/quotarsi-sul-mercato-uronext-growth-milan-quali-i-vantaggi-le-pmi>.

Borsa e Finanza OPV, OPS, OPVS: cosa sono e come funzionano [Online]. - 2023. - <https://borsaefinanza.it/opv-ops-e-opvs-cosa-sono-e-come-funzionano/>.

Borsa Italiana [Online]. - 2023. - <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-ruolo-degli-advisor/il-ruolo-degli-advisor.htm>.

Borsa Italiana Borsa Italiana per le PMI [Online]. - 2023. - https://www.treccani.it/enciclopedia/ipo_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

Borsa Italiana Borsa Italiana per le PMI [Online]. - https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc_pdf.htm.

Borsa Italiana Glossario finanziario - multilateral trading facilities [Online]. - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/multilateral-trading-facilities.html>.

Borsa Italiana Glossario finanziario - multilateral trading facilities [Online]. - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/multilateral-trading-facilities.html>.

Borsa Italiana Gruppo Borsa Italiana da oggi entra a far parte di Euronext [Online]. - <https://www.borsaitaliana.it/notizie/news/borsaitaliana-uronext.htm>.

Borsa Italiana Il processo di quotazione [Online]. - <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>.

Borsa Italiana Il processo di quotazione [Online]. - <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>.

Borsa Italiana Modifiche al Regolamento dei Mercati e alle relative Istruzioni [Online] // Avviso n. 36399. - 22 Settembre 2022. - https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/avvisi/avviso36399-2022_pdf.htm.

Borsa Italiana Price List [Online] // Borsa Italiana. - <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/price-list-230401.pdf>.

Borsa Italiana Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a.

[Online]. -

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/regolamentodeimercati-03082021.pdf>.

Borsa Italiana Società ammesse a quotazione in borsa nel periodo gennaio 1995 - 30 dicembre 2021 [Online]. -

https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mediaitaliano/statistiche/mercatoprimario/2021/listings_pdf.htm.

CDP Il Gruppo CDP entra in Euronext CDP Equity acquisisce il 7,3% sottoscrivendo un aumento di capitale riservato [Online]. -

https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/il_gruppo_cdp_entra_in_euronext_cdp_equity_acquisisce_il_73_sottoscrivendo_un_aumento_di_capitale_riservato?contentId=CSA34827.

Consob Delibera n. 22455: Approvazione delle modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana spa [Online] // Bolletino. - 21 Settembre 2022. -

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2022/d22455.htm>.

Consob Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane [Online]. <https://www.consob.it/documents/11973/219968/dp7.pdf/fe76dbcd-baac-4bc4-a4d7-357b71d0ba3f>.

Consob Investitore retail [Online]. https://www.acf.consob.it/glossario/-/asset_publisher/cThPbj4ayk1c/content/investitore-retail

Euronext Euronext Clearing: one clearing house for Europe [Online]. -

<https://www.euronext.com/it/post-trade/euronext-clearing>.

Euronext Euronext today completes the acquisition of the Borsa Italiana Group and publishes Q1 2021 results [Online]. - <https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/acquisition-borsa-italiana-group-and-q1-2021-results>.

Euronext Osservazioni introduttive di Stéphane Boujnah, Chief Executive Officer and Chairman of the Managing Board of Euronext, alla Commissione Finanze della Camera dei Deputati [Atti di convegno]. - Roma : [s.n.], 17 novembre 2021.

FTSE Russell La serie FTSE Italia [Online]. -

<https://www.ftserussell.com/products/indices/italia-it>.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana Modalità e criteri di concessione del credito di imposta per le spese di consulenza relative alla quotazione delle PMI. - Roma : [s.n.], 18 Giugno 2018.

Il Post La Borsa di Milano sta perdendo pezzi [Online]. - 7 Aprile 2023. - <https://www.ilpost.it/2023/04/07/borsa-milano-aziende-lasciano/>.

Il sole 24 Ore Per Piazza Affari un 2022 da dimenticare. Ftse Mib -12%, l'anno peggiore dal 2018 [Online]. - <https://www.ilsole24ore.com/art/per-piazza-affari-2022-dimenticare-ftse-mib-12percento-e-anno-peggiore-2018-AEzig5SC>.

La Stampa Borsa Italiana, Euronext: completata migrazione mercati azionari ed ETF su piattaforma europea Optiq [Online]. - <https://finanza.lastampa.it/News/2023/04/05/borsa-italiana-uronext-completata-migrazione-mercati-azionari-ed-etf-su-piattaforma-europea-optiq/NV8yMDIzLTA0LTA1X1RMQg>.

La Stampa Borsa, nel 2022 listino principale sempre più vuoto. Autorità corrono ai ripari [Online]. - <https://finanza.lastampa.it/News/2022/12/22/borsa-nel-2022-listino-principale-sempre-piu-vuoto-autorita-corrono-ai-ripari/NDFfMjAyMi0xMi0yMI9UTEI>.

LSEG LSEG launches new FTSE Russell Brand [Online]. - <https://www.lseg.com/en/media-centre/press-releases/2015/lseg-launches-new-ftse-russell-brand>.

Magnus Blomkvist Milos Vulcanovic SPAC IPO waves [Journal] // Economic Letters. - 2020. - 109692 : Vol. 197.

Milano Finanza Borsa spa semplifica le regole di quotazione [Online]. - 23 Settembre 2022. - <https://www.milanofinanza.it/news/borsa-spa-semplifica-le-regole-di-quotazione-202209230940057823>.

Ministero delle Imprese e del Made in Italy Credito d'imposta per la quotazione delle PMI [Online]. - <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>.

Sole 24 ore Trading, Borsa Italiana passa sulla piattaforma di Euronext [Online]. - <https://www.ilsole24ore.com/art/trading-borsa-italiana-passa-piattaforma-uronext-AEyCJ0DD>.

Treccani Investitore istituzionale [Online]. - https://www.treccani.it/enciclopedia/investitore-istituzionale_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=Operatore%20economico%20che%20esercita%20in,spesso%20molto%20ampie%2C%20di%20risparmiatori..

Treccani IPO (Initial Public Offering) in Dizionario di Economia e Finanza [Online]. - 2023. - https://www.treccani.it/enciclopedia/ipo_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.