

Governance e trasparenza nelle società Small Cap

Un confronto tra AIM e MTA

Milano, 16 maggio 2019



Osservatorio AIM – IR Top Consulting

È il centro di ricerca specializzato su AIM per l'elaborazione di statistiche sul mercato azionario delle PMI

- ✓ know-how verticale e approfondita conoscenza di financials, normativa e investitori
- ✓ sviluppo della quotazione delle PMI attraverso percorsi di *education* alle aziende volti a colmare l'Equity Gap
- ✓ collaborazione con la divisione IR Top Research per l'analisi indipendente (Equity Research) delle società AIM e per gli studi di fattibilità di IPO su AIM Italia

TRASPARENZA

Anna Lambiase, IR Top Consulting
Osservatorio AIM Italia

Analisi dei Comunicati Price Sensitive

Lo studio ha preso in esame l'informativa societaria dalle società MTA (Star, Small Cap di minori dimensioni) e AIM ITALIA:

- ✓ **comunicati stampa pubblicati dal 1 gennaio al 30 settembre 2018**
- ✓ **appartenenti alla categoria 2.2** indicata dagli emittenti attraverso i Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate - **SDIR** (ovvero **Informazioni privilegiate** ai sensi dell'**articolo 6** della **direttiva 2003/6/CE - MAD**)

Sulla base dell'impianto normativo e delle prassi di comunicazione delle società quotate, i comunicati stampa *price sensitive* sono stati analizzati e classificati secondo le seguenti categorie:

Bilanci e semestrali
obbligatorie
non considerate



1. ANDAMENTO DELLA GESTIONE

INFORMAZIONI PERIODICHE AGGIUNTIVE
DIVIDENDI
DATI PRELIMINARI

2. CORPORATE GOVERNANCE

NOMINE/DIMISSIONI
REMUNERAZIONI
PIANI DI INCENTIVAZIONE
PARTECIPAZIONI RILEVANTI

3. INFORMAZIONE PREVISIONALE

PIANI INDUSTRIALI
BUDGET /OUTLOOK

4. OPERAZIONI SUL CAPITALE

AUMENTO DI CAPITALE - FLOTTANTE
ACQUISTO AZIONI PROPRIE
WARRANT
OBBLIGAZIONI

5. OPERAZIONI STRAORDINARIE

ACQUISIZIONI
CESSIONI
FUSIONI
RIORGANIZZAZIONE AZIENDALE

6. SVILUPPO DEL BUSINESS

INGRESSO IN /RITIRO DA SETTORE DI BUSINESS
CONTRATTI E ACCORDI RILEVANTI
JV/PARTNERSHIP STRATEGICHE
NUOVI PRODOTTI E SERVIZI – BREVETTI

Comunicati Price Sensitive

	Star		Small Cap		totale MTA		AIM Italia	
	n. comunicati	n. società	n. comunicati	n. società	n. comunicati	n. società	n. comunicati	n. società
andamento della gestione	27	10	31	12	58	22	5	2
corporate governance	10	4	7	5	17	9	21	11
informazione previsionale	1	1	3	3	4	4	5	4
operazioni sul capitale	17	5	38	13	55	18	42	15
operazioni straordinarie	36	14	10	10	46	24	52	25
sviluppo business	38	16	25	13	63	29	28	14
totale	129	28	114	28	243	56	153	45
<i>numero medio comunicati per società</i>	<i>4,6</i>		<i>4,1</i>		<i>4,3</i>		<i>3,4</i>	

Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting, (analisi dal 1 gennaio al 30 settembre 2018)

Nei primi 9 mesi del 2018:

- ✓ **56** emittenti MTA, pari al **35%** sul totale di 160, hanno pubblicato **243** comunicati price sensitive (4,3 in media)
- ✓ In particolare:
 - 129 comunicati da parte di 28 STAR
 - 114 comunicati da parte di 28 SMALL Cap
- ✓ **45** società AIM, pari al **44%** sul totale di 103, hanno diffuso **153** comunicati (3,4 in media)

La maggior parte dei comunicati stampa ha riguardato le categorie:

SU MTA

- Sviluppo del business (63), di cui 25 da parte di Small Cap
- Andamento della gestione (58), di cui 31 da Small Cap
- Operazioni sul capitale (55), di cui 38 da Small Cap
- Operazioni straordinarie (46), di cui 10 da Small Cap

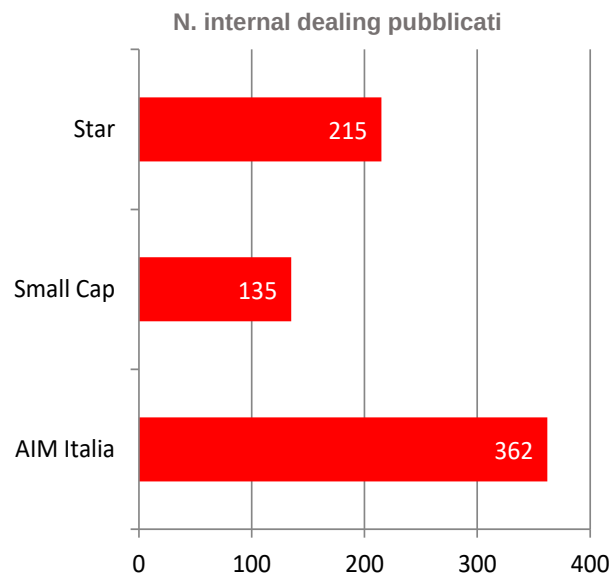
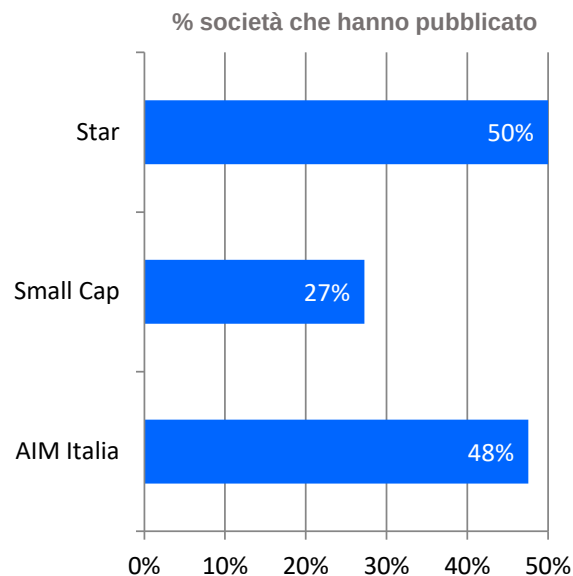
SU AIM ITALIA

- Operazioni straordinarie (52)
- Operazioni sul capitale (42)
- Sviluppo del business (28)
- Corporate governance (17)



M&A, in media 1,7 operazioni per società secondo l'Osservatorio AIM 2018

Internal dealing



Nei primi nove mesi del 2018 hanno pubblicato **internal dealing**:

✓ **60 società MTA (38%)** in particolare:
- il 50% delle STAR (36 società)
- il 27% delle Small Cap (24 società)

✓ **49 società AIM Italia (48%)**

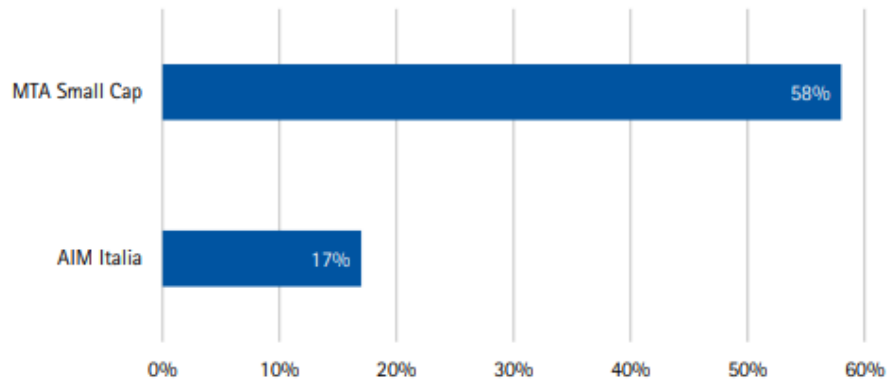
Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting, (dal 1 gennaio al 30 settembre 2018)

Complessivamente sono stati pubblicati:

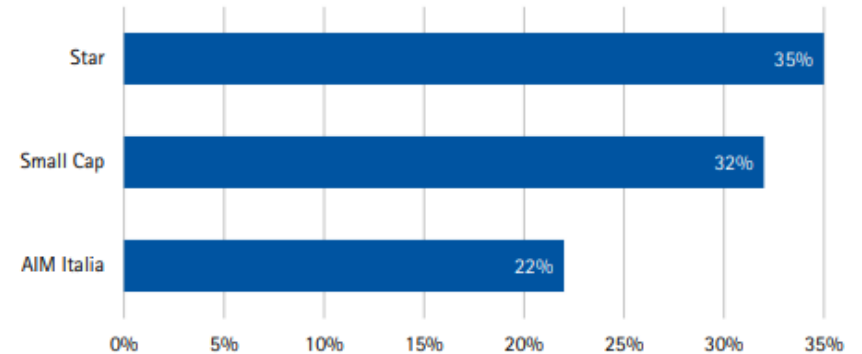
- su **MTA 350 documenti** di cui:
 - 215 da parte delle Star (61% del totale), con una media di 6 internal dealing
 - 135 da parte delle Small Cap (39% del totale) con una media di 5,6 internal dealing
- su **AIM Italia 362 documenti**, con una media di 7,4 internal dealing

Informativa Societaria periodica e volontaria

Pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive



Pubblicazione di un Piano industriale contenente previsioni sul 2018



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

Hanno diffuso volontariamente **comunicati relativi ai dati economico-finanziari del I o III trimestre dell'esercizio**:

- il **58%** delle **Small Cap**
- il **17%** delle società **AIM Italia**

Le società Star sono escluse dall'analisi:

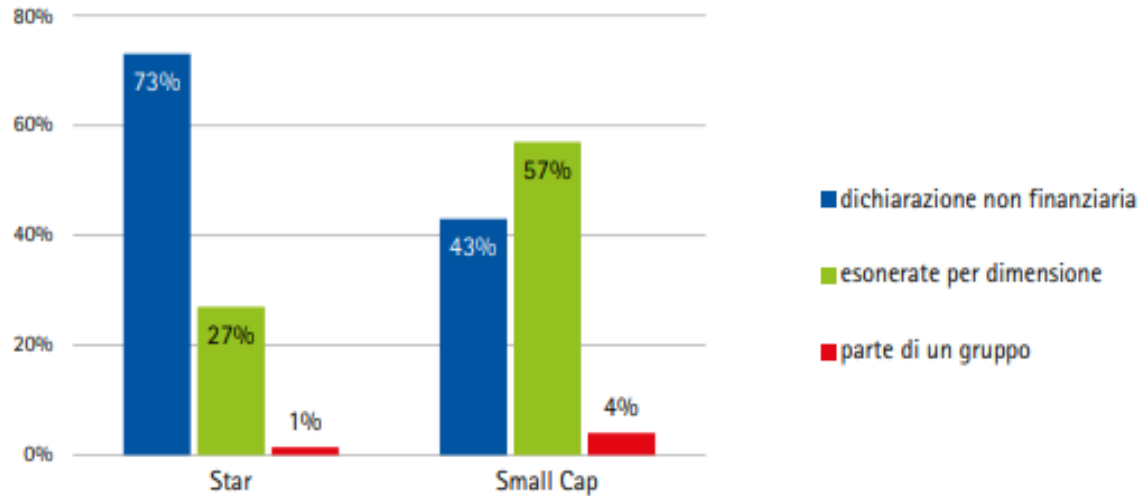
Borsa Italiana prevede l'obbligo di rendere disponibili al informazioni finanziarie periodiche aggiuntive aventi come minimo i contenuti secondo l'art.154-ter, c. 5 del Testo unico della finanza entro 45 giorni dal termine del I, III e IV trimestre dell'esercizio.

Hanno pubblicato un piano industriale **contenente anche previsioni sul 2018**:

- Il **35%** delle Star (25 società)
- il **32%** delle società Small Cap (28 società)
- Il **22%** delle AIM (23 società)

Informativa ESG

Società che hanno pubblicato la dichiarazione non finanziaria



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

La direttiva **2014/95/UE**, attuata in Italia dal **decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254**, ha introdotto a partire dall'esercizio 2017 nuovi **obblighi di comunicazione per le imprese di grande dimensione**, con particolare riferimento alle informazioni di carattere non finanziario.

Nel corso del 2018 la **dichiarazione non finanziaria (DNF)** è stata pubblicata dalle società **MTA**, in particolare da:

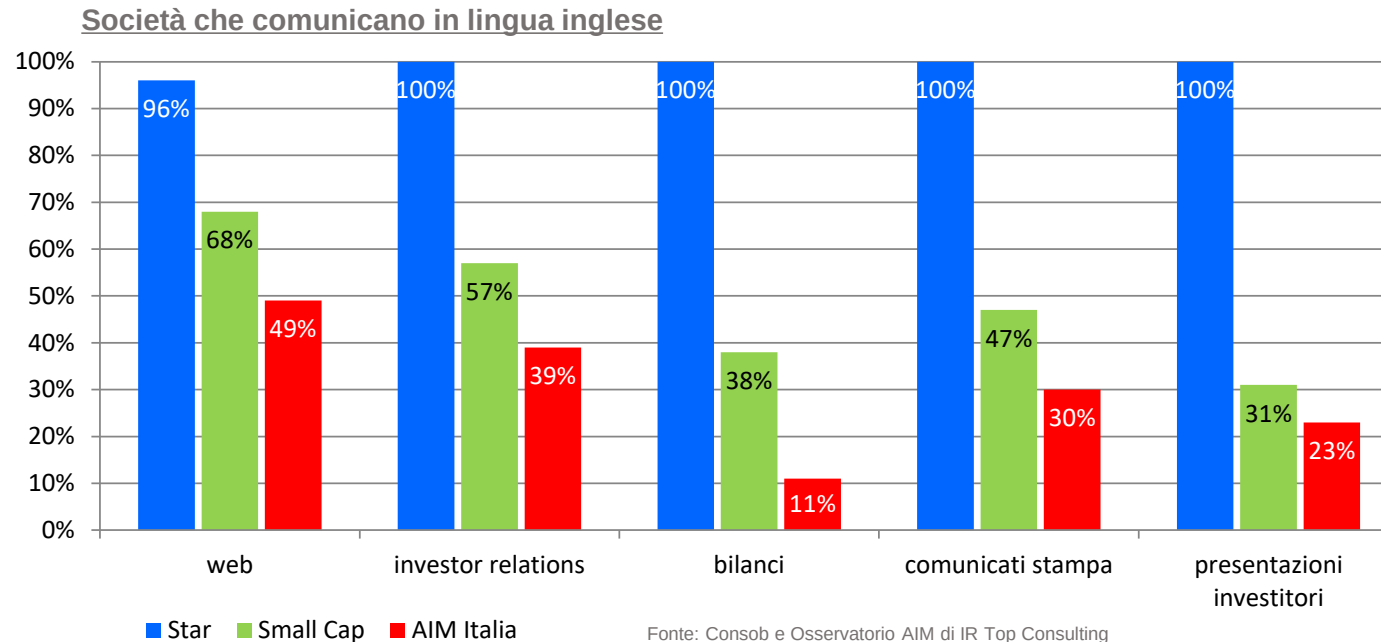
- 51 società Star (73% delle società ad alti requisiti)
- 36 società Small Cap (43%)

Le società quotate sul mercato AIM Italia sono esenti poiché non rientrano nella definizione di “ente di interesse pubblico” (art. 16 del Decreto Legislativo 27 gennaio 2010, n.39), non essendo AIM Italia un mercato regolamentato ma un MTF.

Tuttavia, 8 società AIM Italia hanno pubblicato volontariamente un report di sostenibilità (Osservatorio AIM 27 Novembre 2018), in particolare:

- 1 società ha pubblicato il Bilancio integrato
- 4 società il bilancio di sostenibilità
- 2 società il bilancio sociale
- 1 società la sezione ESG all'interno del bilancio

Lingua inglese



L'uso dell'inglese è **preponderante nelle società Star**, dati gli obblighi previsti dal Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana (articolo 2.2.3).

Small Cap

- 68% Web site
- 38% bilanci
- 47% comunicati stampa
- 31% presentazioni agli investitori

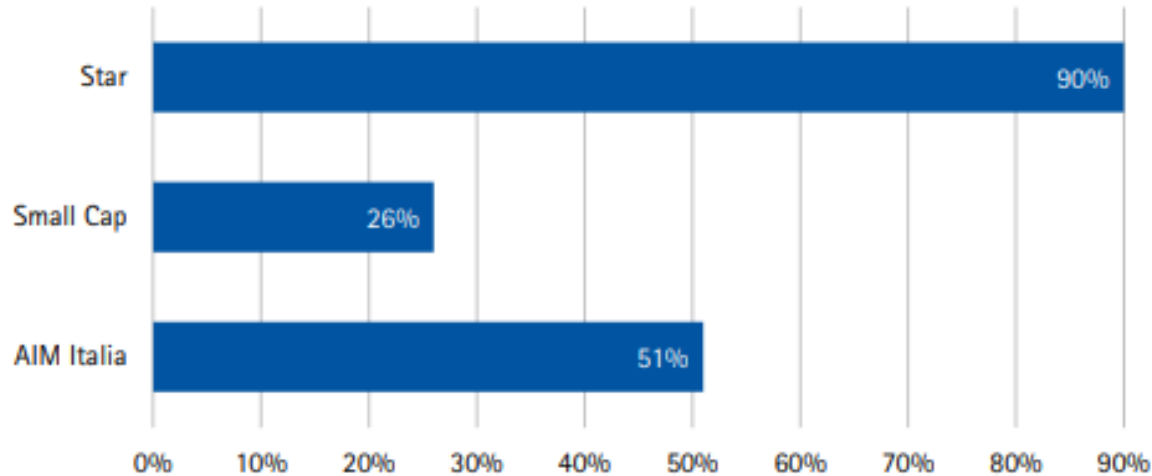
AIM Italia:

- 49% Web site
- 11% bilanci
- 30% comunicati stampa
- 23% presentazioni agli investitori

L'adozione dell'inglese facilita il dialogo con investitori internazionali ampliando il Target.

Coverage

Quota di società con coverage da parte di analisti finanziari



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

Le società che sono coperte da almeno 1 analista finanziario sono più frequenti per le **Star (90%)**. Per le **Small Cap** sono soltanto il **26%**.

Su **AIM Italia** rappresentano il **51%** degli emittenti:

- il 62% ha la copertura del Nomad
- il 23% dello Specialist
- il 15% solo di broker diversi dal Nomad/Specialist

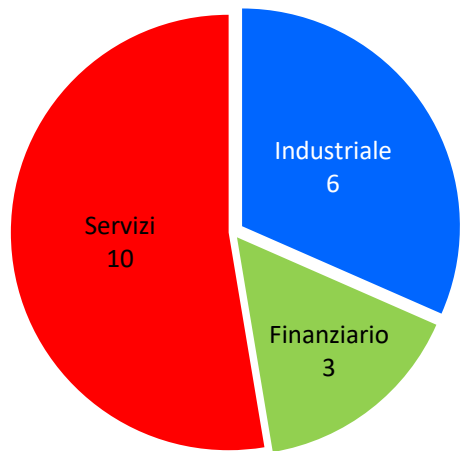
Il Regolamento di Borsa Italiana prevede solo per le società Star (articolo 2.3.5) l'obbligo di nominare l'operatore Specialista, che si impegna a produrre o far produrre almeno due ricerche (Regolamento (UE) n. 596/2014, art. 3, c. 1, numeri 34 e 35)

Da gennaio 2018 il Regolamento Emittenti AIM Italia ha introdotto l'obbligatorietà della ricerca e richiedendo allo Specialist di produrre direttamente o di far produrre a soggetti specializzati indipendenti almeno 2 equity research durante l'anno.

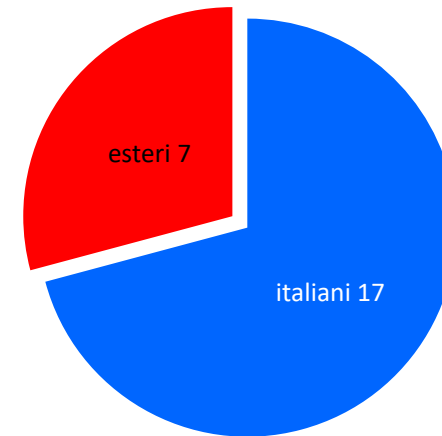
TRASPARENZA: RISULTATI DELLA SURVEY

Survey: campione di indagine

Settori delle società AIM Italia intervistate



Nazionalità degli investitori intervistati



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

Società AIM Italia intervistate:

- ✓ 19 CEO
- ✓ dai settori servizi (53%), industriale (32%) e finanziario (16%)
- ✓ 850 mln Eu la Capitalizzazione complessiva*, 13% del mercato AIM

*al 28 dicembre 2018

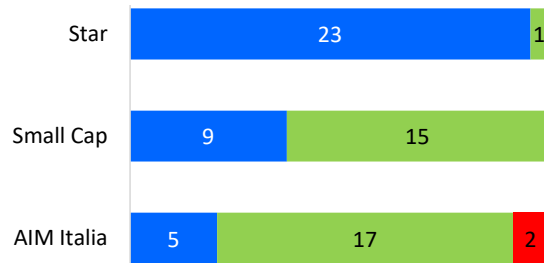
Investitori Istituzionali intervistati

- ✓ 24 portfolio manager, prevalentemente gestori di fondi italiani (17) PIR Compliant
- ✓ circa 8 mld Eu il patrimonio complessivo

(fonte: Assogestioni, Mappa trimestrale del Risparmio Gestito, IIIQ, settembre 2018)

Trasparenza: obblighi di disclosure

Informativa contabile

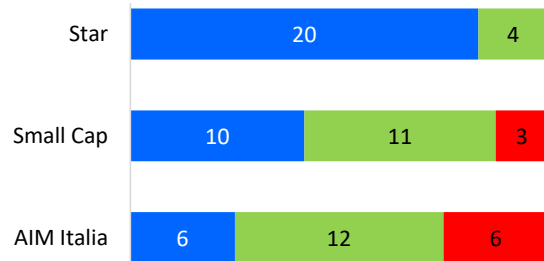


INVESTITORI: Come giudica la comunicazione finanziaria delle società?

Relativamente all'informativa contabile:

- ✓ Il 96% degli investitori giudica buona per le Star, che riflette obblighi più stringenti
- ✓ Il 71% sufficiente per le società AIM
- ✓ Il 63% sufficiente per le società Small Cap

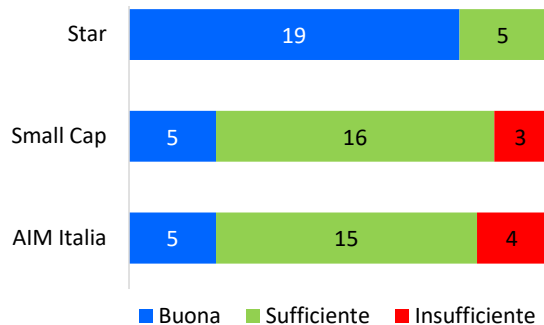
Informativa straordinaria



Relativamente all'informativa straordinaria:

- ✓ L'83% degli investitori giudica buona per le Star
- ✓ Il 50% sufficiente per le società AIM
- ✓ Il 46% sufficiente per le società Small Cap

Informativa sui fatti rilevanti



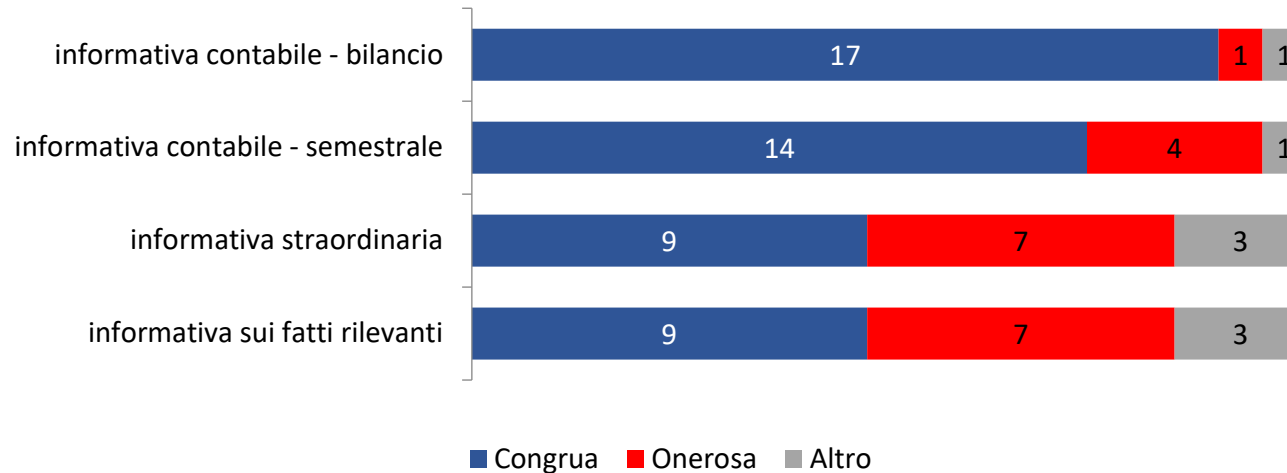
Relativamente all'informativa sui fatti rilevanti:

- ✓ Il 79% degli investitori giudica buona per le Star
- ✓ Il 63% sufficiente per le società AIM
- ✓ Il 67% sufficiente per le società Small Cap

Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

Trasparenza: obblighi di disclosure

SOCIETÀ AIM: Come giudica l'impegno della sua società in merito alla comunicazione finanziaria?



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

Per le società AIM intervistate sono più onerosi gli obblighi di comunicazione:

- su fatti rilevanti (37% delle intervistate)
- sull'informativa straordinaria (37% delle intervistate)

Gli obblighi in materia di informativa contabile sono ritenuti congrui:

- dall'89% delle società per il bilancio annuale
- dal 74% delle società per la relazione semestrale

Trasparenza: Informazioni rilevanti

PER GLI INVESTITORI



PER LE SOCIETÀ AIM



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

Secondo gli investitori istituzionali le informazioni più significative sono:

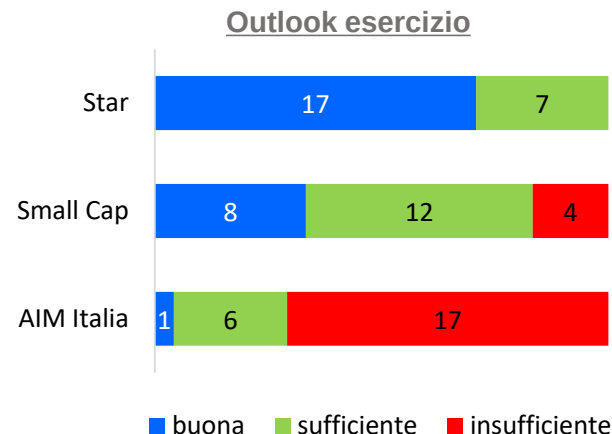
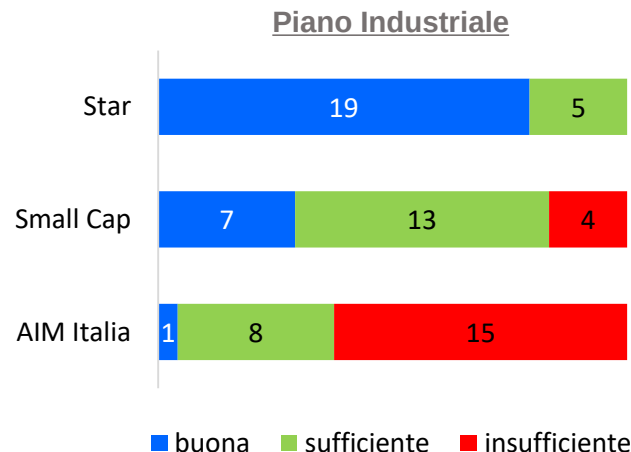
- cambio dei *key manager* (75%)
- contratti/commesse (71%)
- trend di mercato (67%)

Secondo le società AIM le informazioni più significative sono:

- sottoscrizione di accordi e Joint Venture (100%)
- cambio dei *key manager* (74%)
- contratti/commesse (58%)

Trasparenza: Voluntary disclosure

SECONDO GLI INVESTITORI



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

La maggioranza degli investitori giudica la voluntary disclosure:

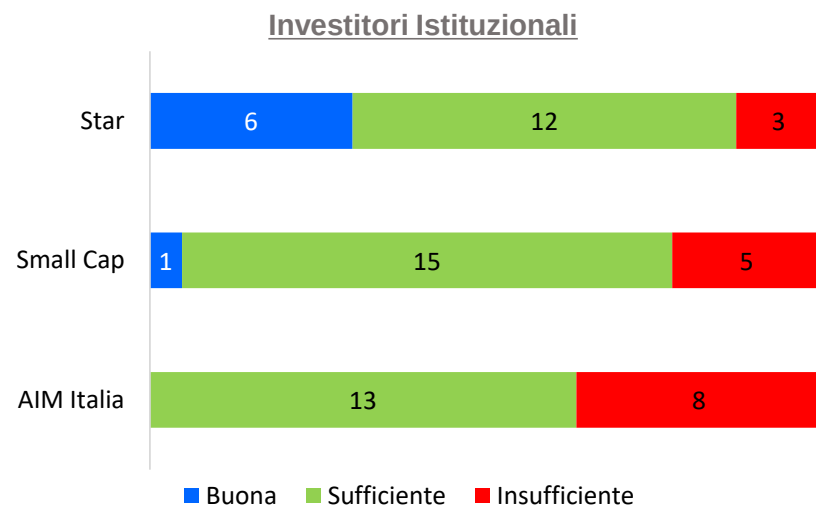
- ✓ **buona per le società STAR**
(79% per il Business Plan, 71% per l'outlook)
- ✓ **sufficiente per le Small Cap**
(54% per il Business Plan, 50% per l'outlook)
- ✓ **insufficiente per l'AIM Italia**
(63% per il Business Plan, 71% per l'outlook)

Perché comunicare l'informativa previsionale:

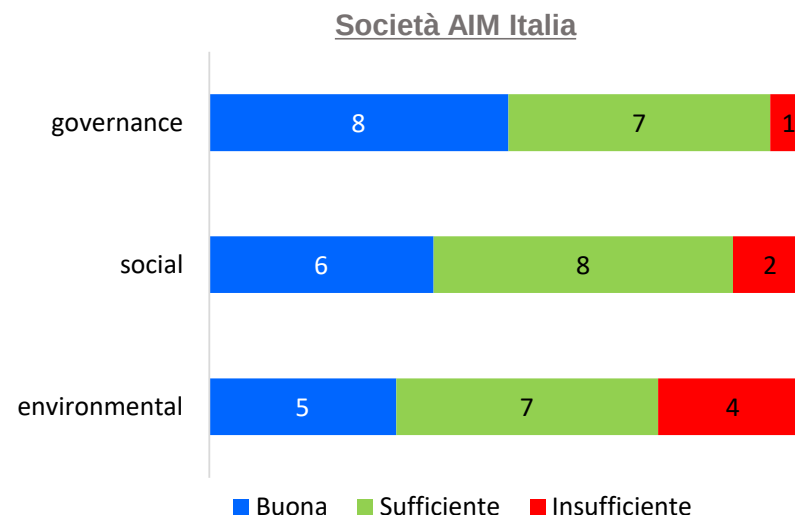
- **può influire in modo rilevante sulla formazione delle aspettative** da parte degli investitori, sulle loro decisioni di acquisto e vendita
- permette di costruire un **rapporto di fiducia con gli azionisti** basato sulla trasparenza dell'informazione
- **riduce l'incertezza che circonda le aspettative degli investitori** al fine di ottenere una valorizzazione dell'azienda più *fair*
- permette costruire un percorso di credibilità derivante dal rispetto delle promesse fatte agli investitori

Trasparenza: Comunicazione ESG

La qualità percepita dagli investitori per la comunicazione ESG è più elevata per le società MTA (obblighi normativi)



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

La comunicazione sui temi ESG è stata giudicata sufficiente dalla maggioranza degli investitori intervistati:

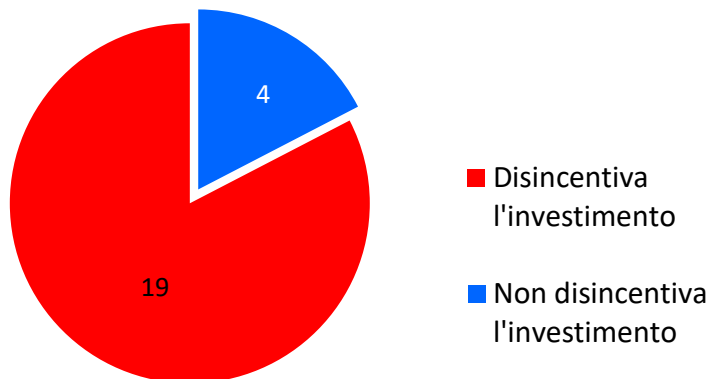
- ✓ 57% su STAR (che si somma il 29% che la ritiene buona)
- ✓ 71% per le Small Cap
- ✓ 62% per la AIM Italia

- ✓ Le società AIM hanno una visione più positiva sull'approccio ai temi ESG soprattutto con riferimento alla governance (buona per il 50%)

Coverage delle Small Cap

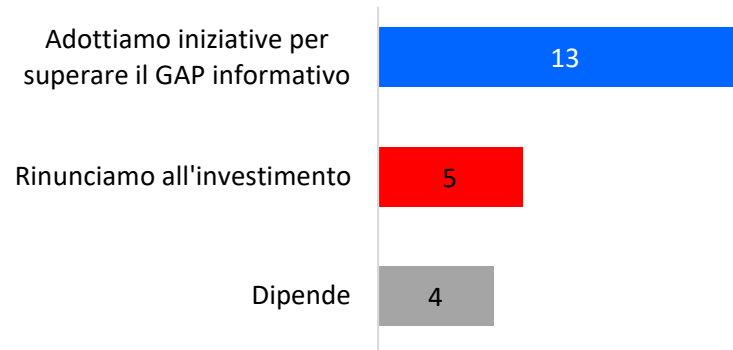
GIUDIZIO DEGLI INVESTITORI

Effetti della limitata coverage



La maggioranza degli investitori (**83%**) ritiene che la limitata *coverage* delle Small Cap costituisca un **disincentivo all'investimento**

Comportamento in presenza di gap informativo



13 investitori (59%) dichiarano di **adottare iniziative per superare la criticità emersa**, In particolare attraverso incontri con il management

Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

Suggerimenti degli investitori per superare il gap informativo

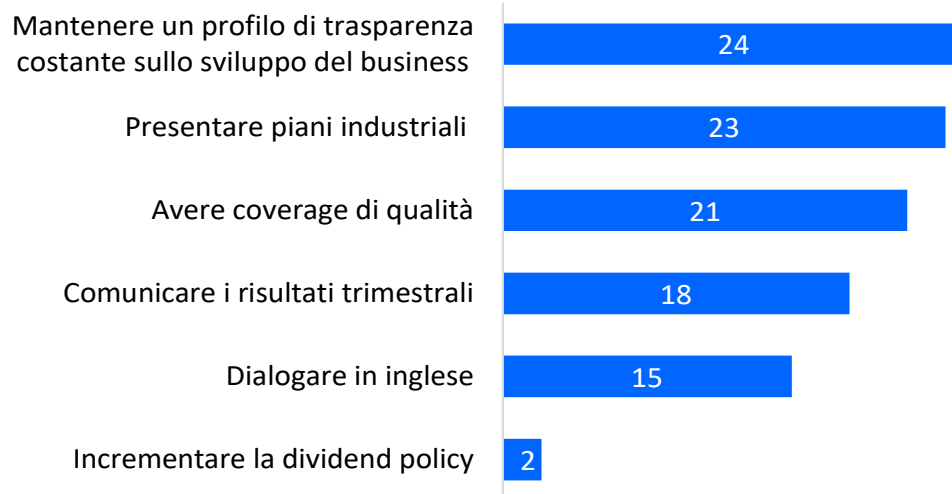
Tra le iniziative utili a superare il gap informativo:

1. l'incremento della *coverage* (13, pari al 62%)
2. incontri con i managers (9, pari al 43%)
3. una migliore comunicazione finanziaria (4, pari al 19%)

Investor confidence

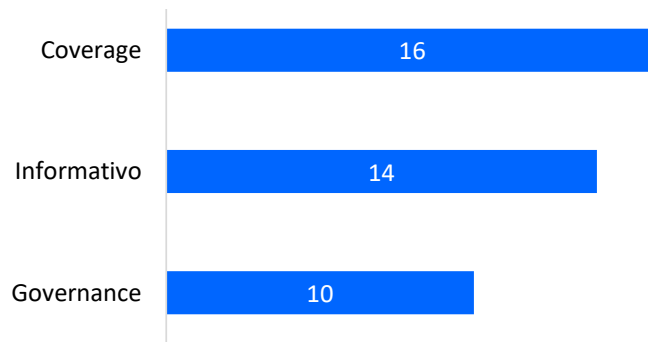
GIUDIZIO DEGLI INVESTITORI

Fattori in grado di rafforzare l'investor confidence nelle Small Cap



- ✓ Per la totalità degli investitori il mantenimento di un **profilo di trasparenza costante** sullo **sviluppo del business** è percepito come il **fattore più rilevante per rafforzare l'investor confidence**
- ✓ la presentazione al mercato di piani industriali è rilevante nel 96% dei casi (23 investitori), seguita dalla qualità degli studi di coverage (21 investitori, pari all'88%)

Principali gap tra AIM Italia e MTA



Fonte: Consob e Osservatorio AIM di IR Top Consulting

- Il livello di copertura dell'emittente viene indicato come il divario più significativo tra AIM ed MTA (da 16 investitori, pari al 67%)
- Tuttavia le società AIM coperte da almeno un analista finanziario rappresentano il 51% degli emittenti (esiste un bias di percezione)
- Seguono la comunicazione finanziaria (14, 58%), in particolare sui dati prospettici e le informazioni periodiche aggiuntive e la *governance* (10, 42%)
- **Un ulteriore gap suggerito riguarda la liquidità delle società AIM rispetto agli emittenti MTA**

Liquidità delle SMALL CAP e AIM

Progressiva convergenza in termini di controvalore medio giornaliero tra Small Cap e AIM Italia:

CONTROVALORE MEDIO GIORNALIERO (02/01– 10/05 2019)

AIM ITALIA

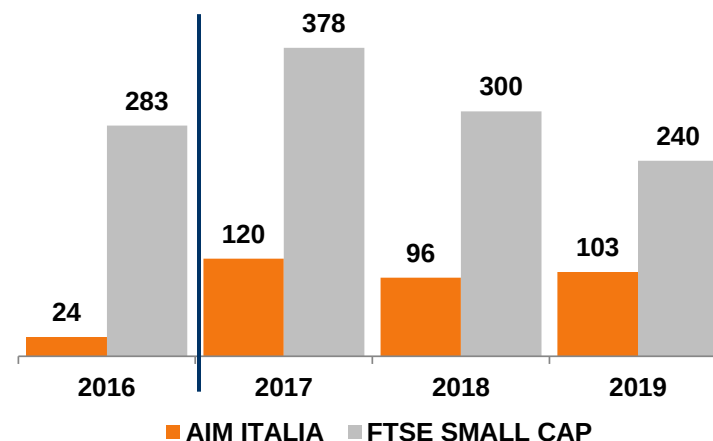
• **103.000** euro, 4X vs 2016

SMALL CAP

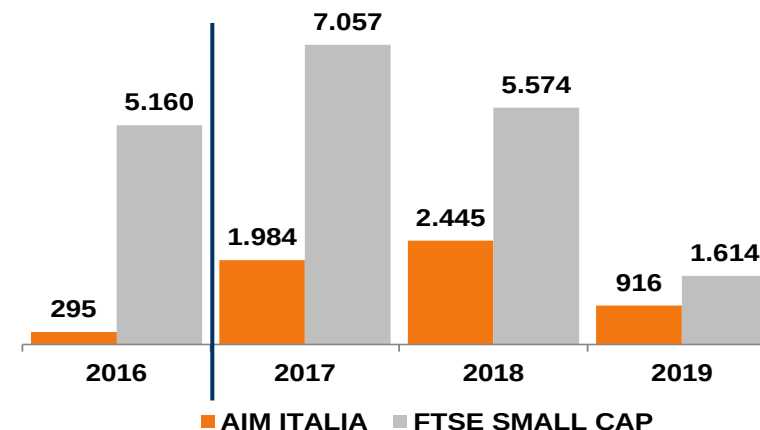
• **240.000** euro

Il divario si sta riducendo anche in termini di controvalore totale

CONTROVALORE MEDIO GIORNALIERO



CONTROVALORE TOTALE

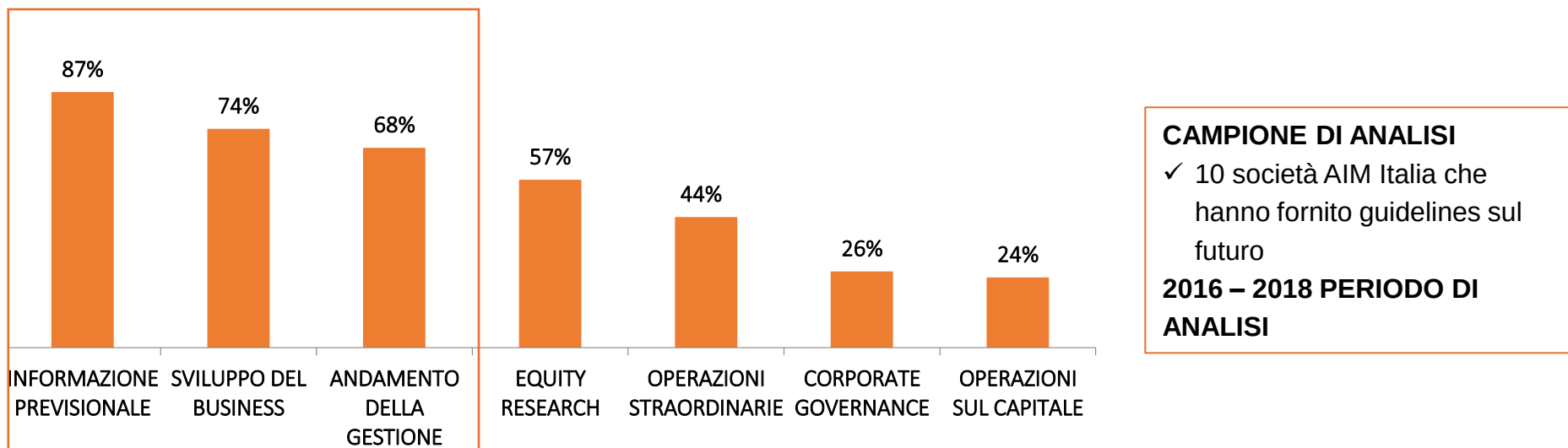


Fonte: Osservatorio AIM di IR Top Consulting, escluse le STAR, update al 10 maggio 2019

Informativa societaria: Frequenza dell'impatto

ART. 7 MAR - Comma 4:

Informazione privilegiata: informazione che, se resa pubblica, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati, si intende un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento. (“reasonable investor test”)



Fonte: Osservatorio AIM di IR Top Consulting, ottobre 2018

- ❑ Le **informazioni previsionali** sono le tipologie di Informazioni Privilegiate che generano **con maggiore frequenza impatto** su volumi e performance : 87% dei casi
- ❑ Seguono le Informazioni relative allo sviluppo del business che generano impatto nel 74% dei casi e le informazioni relative all'andamento della gestione che producono effetti sia in termini di controvalore sia di performance nel 68% dei casi.

CONCLUSIONI

Principali evidenze dall'analisi

1. La quotazione sul mercato dei capitali impone un comportamento informativo delineato dalla normativa e dalla prassi di mercato che deve tener conto del fabbisogno dell'investitore e della parità informativa tra gli stakeholder.
2. La comunicazione finanziaria riveste un ruolo strategico per le Small Cap per costruire e mantenere l'Investor Confidence.
3. Le informazioni previsionali, quelle relative allo sviluppo del business e all'andamento della gestione sono le informazioni rilevanti per gli Investitori.
4. Gli studi di coverage hanno un valore informativo per il mercato soprattutto le società di dimensioni più limitate.

«E' necessario **rafforzare la fiducia dei risparmiatori e degli investitori** mediante **l'innalzamento della trasparenza e della correttezza informativa**, la tempestività dell'azione di vigilanza e il miglioramento del funzionamento dei mercati secondo una prospettiva di **tutela** degli utenti finali (**investitori e imprese**) volta a una allocazione efficiente del risparmio, generando crescita, competitività e innovazione. Ciò va supportato anche da un accrescimento della collaborazione dell'attività istituzionale svolta con i partners di riferimento e da un'adeguata visibilità e comunicazione con l'esterno»

Paolo Savona, Presidente CONSOB

Presentazione Piano strategico 2019-2021, aprile 2019