

Statistiche e analisi

Rapporto PMI
e mercato dei capitali

Osservatorio CONSOB – Cetif-Università Cattolica

2026

CETIF



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'Osservatorio CONSOB – Cetif-Università Cattolica, diretto dal Comitato Scientifico, ha istituito un Comitato Stakeholder che include associazioni di categoria (Assolombarda, Assogestioni, Confindustria, AMF Italia, AIPB), operatori di mercato (Borsa Italiana/Euronext, Integrae SIM, Equita SIM) e centri di ricerca (Intesa SanPaolo, Mediobanca), istituzioni ed enti pubblici (Camere commercio/InfoCamere, Banca d'Italia, SACE, MEF, CDP), prestigiose università italiane (Università dell'Insubria, Politecnico di Milano, Università di Salerno, Università di Padova, Università di Napoli Federico II).

Comitato Scientifico

Daniela Costa, Paola Deriu, Chiara Frigerio, Federico Rajola.

Dottorandi di ricerca

Gabriele Sangalli (supervisor Andrea Signori), Martina Faletti (supervisor Federico Rajola).

Il primo [Rapporto dell'Osservatorio](#) è stato curato da Daniela Costa, Paola Deriu, Chiara Frigerio, Federico Rajola, Andrea Signori e raccoglie i contributi di componenti del Comitato Stakeholder.

Si ringraziano Federico Picco, Massimo Belcredi, Nadia Linciano, Luca Filippa per i preziosi suggerimenti e consigli.

Le opinioni espresse nel presente Rapporto sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

Segreteria di redazione e progettazione grafica

Eugenia Della Libera, Lucia Pierantoni

Per informazioni e chiarimenti scrivere a: studi_analisi@consob.it

Roma, febbraio 2026

ISSN 3103-6473 (online)

L'Osservatorio PMI e mercato dei capitali, istituito dalla CONSOB e dal Cetif dell'Università Cattolica, ha l'obiettivo di contribuire al dibattito scientifico e istituzionale attraverso un'analisi sistematica dei fattori che favoriscono o, al contrario, ostacolano l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali. Questo Rapporto è il frutto del primo anno di attività dell'Osservatorio.



Motivazione e obiettivi dell'Osservatorio

P. Deriu e D. Costa ()*

La relazione e l'interazione tra le PMI e il mercato dei capitali rappresenta un tema di rilevanza strategica per la competitività e lo sviluppo sostenibile del sistema economico nazionale, in un periodo di significative trasformazioni del contesto macroeconomico e geopolitico.

Negli ultimi vent'anni, a livello europeo e internazionale, si è osservata una significativa resistenza da parte delle piccole e medie imprese (PMI) alla quotazione sui mercati pubblici, accompagnata da un incremento dei fenomeni di *delisting*, in parte connessi al consolidamento dei mercati privati. Tale tendenza, negli anni più recenti, ha interessato diverse aree geografiche, con poche eccezioni.

In questo contesto, nel giugno 2024, dalla collaborazione tra la CONSOB e l'Università Cattolica è nato l'Osservatorio PMI e mercato dei capitali (di seguito anche Osservatorio), con l'obiettivo di sviluppare analisi innovative e proporre chiavi di lettura originali sui fattori che, in Italia, favoriscono o ostacolano l'accesso e la permanenza delle PMI nel mercato dei capitali. Per perseguire tali finalità sono state avviate diverse iniziative, tra cui il finanziamento di due borse di dottorato di ricerca e la creazione di un Comitato Stakeholder, composto da rappresentanti del mondo accademico e delle istituzioni, da operatori di mercato, associazioni di categoria e centri di ricerca, concepito come *think tank* aperto e trasversale.

Il presente Rapporto nasce con l'idea di sintetizzare il primo anno di attività dell'Osservatorio e con l'intento di offrire una visione completa e articolata dell'ecosistema delle PMI italiane e del loro rapporto con il mercato dei capitali. Si è partiti da una domanda fondamentale: che cosa si intende per piccola media impresa? Può sembrare una domanda banale ma non lo è, considerato che della nozione di PMI non esiste una definizione unica e universale. Al contrario, la nozione varia in funzione del contesto normativo e degli obiettivi perseguiti, generando un quadro articolato che merita di essere chiarito.

La prima definizione di riferimento è contenuta nella Raccomandazione 2003/361/CE, che, pur non avendo natura vincolante, è ampiamente utilizzata per l'accesso ai fondi europei, per la concessione di aiuti di Stato e per finalità statistiche. Essa individua le

(*) Paola Deriu, Responsabile Divisione Studi e Regolamentazione, CONSOB;
Daniela Costa, Divisione Studi e Regolamentazione, CONSOB.

PMI sulla base di tre parametri: il numero di dipendenti, il fatturato annuo e il totale di bilancio.

In particolare, un'impresa è considerata "media" se occupa meno di 250 persone e presenta un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o un totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro; "piccola" se i dipendenti sono meno di 50, il fatturato non supera i 10 milioni di euro, così come il totale di bilancio. Quando i dipendenti sono meno di 10, e il fatturato o il totale di bilancio non superano i 2 milioni di euro si parla di "microimpresa".

Di natura più vincolante è la definizione contenuta nella Direttiva 2013/34/UE, che disciplina gli obblighi contabili e di bilancio delle imprese. La definizione in questo caso incide direttamente sugli adempimenti societari. La Direttiva è stata recentemente modificata dalla Direttiva 2023/2775, con applicazione dal 1° gennaio 2024, che ha innalzato del 25% le soglie dimensionali per tenere conto dell'inflazione e delle evoluzioni economiche. I nuovi limiti prevedono per le microimprese un totale attivo fino a €450.000 e ricavi fino a €900.000, per le piccole imprese fino a €5 milioni di attivo e €10 milioni di ricavi, e per le medie imprese fino a €25 milioni di attivo e €50 milioni di ricavi, mantenendo invariati i limiti sul personale (rispettivamente ≤10, ≤50 e ≤250 dipendenti).

A livello domestico, la normativa italiana ha introdotto ulteriori definizioni funzionali. L'art. 4 del decreto-legge 3/2015 disciplina le PMI innovative, riprendendo come criterio guida la definizione di PMI della Raccomandazione 2003/361/CE, ma aggiungendo requisiti ulteriori, come investimenti in ricerca e sviluppo, qualifiche del personale e titolarità di brevetti o software registrati.

Un'altra innovazione è stata introdotta dalla legge 5 marzo 2024, n. 21 ("Legge Capitali"), che ha inserito nel Testo unico della finanza (TUF), all'art. 1, comma 1, lett. w-*quater*.1) TUF una definizione di PMI riferita agli emittenti azioni quotate: sono considerate PMI le società con una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro.

Più di recente, il quarto pacchetto legislativo "Omnibus Semplificazione", presentato alla Commissione europea il 21 maggio 2025, ha introdotto la Raccomandazione (UE) 2025/1099, che istituisce una nuova categoria di imprese: le *Small Mid-Cap* (SMC). Questa categoria amplia i parametri dimensionali per l'accesso a misure di aiuto pubblico, includendo imprese fino a 750 dipendenti e con fatturato annuo fino a 150 milioni di euro o totale di bilancio fino a 129 milioni di euro.

La tabella che segue sintetizza le principali definizioni di cui si è fatto cenno.

L'introduzione di categorie come le PMI innovative o le *Small Mid-Cap* rappresenta una risposta concreta all'esigenza di favorire la competitività e l'accesso al mercato di imprese che, pur non rientrando nei parametri tradizionali di classificazione, svolgono un ruolo strategico nell'economia europea. È una risposta che riflette la volontà dei regolatori di riconoscere la diversità dei modelli imprenditoriali e di adattare gli strumenti di *policy* alle caratteristiche di realtà che, per dimensioni o vocazione, non si collocano agevolmente nelle definizioni canoniche di piccola e media impresa.

Tabella comparativa delle principali definizioni Classificazione dimensionale delle PMI

(comparazione fra Raccomandazione 2003/361/CE, Direttiva 2013/34/UE e Raccomandazione (UE) 2025/1099)

Micro imprese

→ **Raccomandazione 2003/361/CE**
dipendenti < 10
fatturato annuo ≤ €2 mln
totale di bilancio ≤ €2 mln

→ **Direttiva 2013/34/UE**
dipendenti ≤ 10
ricavi ≤ €900.000
totale attivo ≤ €450.000

Piccole imprese

→ **Raccomandazione 2003/361/CE**
dipendenti < 50
fatturato annuo ≤ €10 mln
totale di bilancio ≤ €10 mln

→ **Direttiva 2013/34/UE**
dipendenti ≤ 50
ricavi ≤ €10 mln
totale attivo ≤ €5 mln

Medie imprese

→ **Raccomandazione 2003/361/CE**
dipendenti < 250
fatturato annuo ≤ €50 mln
totale di bilancio ≤ €43 mln

→ **Direttiva 2013/34/UE**
dipendenti ≤ 250
ricavi ≤ €50 mln
totale attivo ≤ €25 mln

Small Mid Cap

→ **Raccomandazione (UE) 2025/1099**
dipendenti ≤ 750
fatturato annuo ≤ €150 mln
totale di bilancio ≤ €129 mln

La pluralità di definizioni di PMI, lungi dall'essere una mera questione terminologica, incide direttamente sulla progettazione e l'efficacia delle politiche pubbliche. Da un lato, essa consente di calibrare gli interventi normativi e le misure di sostegno in modo proporzionato alle dimensioni, alle capacità operative e al grado di innovazione delle imprese. In questo senso la differenziazione delle categorie può favorire una maggiore equità nell'allocazione delle risorse e una più precisa corrispondenza tra obiettivi di *policy* e destinatari. Dall'altro lato, la frammentazione normativa può generare incertezza interpretativa e oneri amministrativi, soprattutto per le imprese che si collocano in prossimità delle soglie dimensionali o che operano in settori regolati da discipline specifiche.

La sfida, in prospettiva, è quella di conciliare la flessibilità delle definizioni con la semplicità applicativa. Occorre garantire che le imprese possano individuare con chiarezza la disciplina loro applicabile, senza sacrificare l'efficacia delle politiche di sostegno e degli obblighi di trasparenza. Ciò implica un coordinamento normativo più stringente a livello europeo, capace di ridurre le sovrapposizioni e di assicurare

certezza del diritto, ma anche di preservare la capacità del sistema di adattarsi alle trasformazioni economiche e tecnologiche.

La pluralità di categorie può costituire un valore aggiunto se inserita in un quadro coerente e armonizzato, che eviti duplicazioni e garantisca un equilibrio tra esigenze di regolazione, sostegno alla crescita e tutela della concorrenza. Solo così sarà possibile trasformare la diversità delle definizioni da fonte di complessità a leva di competitività per l'intero tessuto imprenditoriale europeo.

Queste considerazioni hanno accompagnato il confronto e lo scambio di esperienze nel primo anno di attività dell'Osservatorio, del quale il presente Report rappresenta una sintesi. Partendo dalla consapevolezza che il mondo delle PMI è estremamente variegato e non può essere compreso attraverso schemi rigidi o pregiudizi, si è cercato di osservarne la complessità e poliedricità, con un approccio neutrale e aperto, capace di raccogliere contributi e punti di vista diversi: dalle imprese stesse, dalle istituzioni, dall'accademia e dalla società civile.

L'obiettivo è duplice: da un lato, fornire analisi basate su evidenze e dati, superando stereotipi che spesso riducono le PMI a realtà fragili o marginali; dall'altro, creare uno spazio di confronto che valorizzi la complessità e la diversità di questo universo imprenditoriale. L'intento è quello di contribuire a elaborare politiche più flessibili, inclusive e coerenti, capaci di rispondere alle reali esigenze delle imprese e di favorire un ambiente competitivo e sostenibile.

Quante sono, chi sono, dove risiedono le PMI italiane? Come si differenziano tra di loro? Quali caratteristiche hanno? Che differenze principali si colgono tra quotate e non quotate? Per rispondere a queste prime – basilari – domande è stato delineato il perimetro di analisi dell'Osservatorio, attraverso una ricognizione sistematica dell'universo delle imprese italiane. Come descritto nel primo capitolo, la mappatura delle imprese italiane è stata condotta a partire dalla base dati AIDA, adottando un approccio metodologico condiviso con il Comitato Stakeholder. L'analisi effettuata consente di fotografare una serie di informazioni con riferimento alle imprese aventi sede legale in Italia, costituite in forma di società di capitali, attive alla data di riferimento dell'analisi, non appartenenti a determinati settori (finanziario, *real estate* e pubblica amministrazione), né facenti parte di gruppi internazionali. A conclusione del primo capitolo viene proposto un primo confronto tra le imprese quotate e quelle non quotate. L'obiettivo è offrire una mappatura chiara del tessuto imprenditoriale, analizzando l'ecosistema delle PMI e il loro rapporto con il mercato dei capitali attraverso prospettive differenti e metodologie integrate.

I capitoli successivi si avvalgono dei contributi di alcuni Stakeholder dell'Osservatorio e consentono di cogliere molteplici sfaccettature del variegato panorama delle PMI italiane. In particolare, il secondo capitolo approfondisce le dinamiche che influenzano la propensione alla quotazione, la permanenza sui mercati regolamentati e i fenomeni di *delisting*. In questa sezione è incluso un focus specifico sul comparto manifatturiero, per evidenziare le peculiarità di uno dei settori più rappresentativi dell'economia italiana.

Il terzo capitolo si concentra su due aree di particolare interesse: da un lato, il ruolo dell'innovazione come fattore di crescita per le PMI; dall'altro, le caratteristiche distintive delle imprese localizzate nel Mezzogiorno, analizzate in relazione alle differenze strutturali rispetto ad altre aree geografiche del Paese.

Il quarto capitolo sposta invece l'attenzione sul lato degli investitori, offrendo una panoramica delle iniziative e degli strumenti disponibili per sostenere lo sviluppo del mercato dei capitali dedicato alle PMI. L'analisi evidenzia le opportunità e le criticità che caratterizzano l'interazione tra domanda e offerta di capitale.

Il quinto capitolo raccoglie le testimonianze dirette di imprese che hanno intrapreso percorsi di crescita accompagnati da fasi di quotazione, *translisting* e *delisting*. Le interviste, condotte secondo una metodologia qualitativa, restituiscono una prospettiva interna sui processi decisionali, spesso interpretati in modo semplicistico o condizionati da *bias*. Questo contributo empirico consente di far emergere lezioni apprese e di porre le basi per ulteriori approfondimenti statistici, in linea con gli obiettivi di ricerca dell'Osservatorio per i prossimi mesi.


Il sesto capitolo riporta due diverse prospettive di ricerca avviate nei percorsi di dottorato condotti nell'ambito dell'Osservatorio: la prima ricerca parte da una *literature review* internazionale sulla relazione tra *governance*, assetto proprietario, struttura organizzativa e di controllo delle PMI e la decisione di quotarsi; la seconda ricerca esplora gli effetti della quotazione sul processo di innovazione nelle PMI misurata tramite i brevetti.

Il settimo capitolo contiene alcune riflessioni conclusive e traccia i prossimi passi dell'Osservatorio, cercando di valorizzare gli spunti emersi.



SOMMARIO

I. Mappatura delle PMI italiane	12
II. Mercato dei capitali: ostacoli e dinamiche	24
III. Focus tematici	48
PMI e innovazione	49
PMI nel Mezzogiorno	55
IV. Investitori e strumenti a supporto delle PMI e del mercato dei capitali	60
V. Voce agli imprenditori	80
VI. Prospettive di ricerca sull'accesso al mercato dei capitali	106
VII. Riflessioni conclusive e prossimi passi	124
Riferimenti bibliografici	128



Mappatura delle PMI italiane

Mappatura delle PMI italiane

M.G. Faletti, C. Frigerio, G. Sangalli, A. Signori

- 1 Introduzione
- 2 Metodologia di ricerca
- 3 Risultati empirici: società non quotate
- 4 Risultati empirici: società quotate
- 5 Rilevazione e prossimi passi

Mappatura delle PMI italiane

M.G. Faletti, C. Frigerio, G. Sangalli, A. Signori (*)

1 Introduzione

Le piccole e medie imprese costituiscono la spina dorsale del sistema produttivo italiano, caratterizzato in larga misura da microimprese (ISTAT, 2023). In questo contesto, l'accesso ai mercati dei capitali rappresenta per le PMI un'opportunità strategica per sostenerne la crescita, diversificando le fonti di finanziamento e rafforzando la propria posizione competitiva. Tuttavia, le imprese di minori dimensioni continuano a incontrare ostacoli significativi nel percorso di apertura al capitale di rischio, legati a fattori quali tensioni geopolitiche, carenza di competenze manageriali e necessità di integrazione nelle catene globali del valore (OECD, 2023).

La letteratura economica ha ampiamente documentato la peculiarità del sistema produttivo italiano, caratterizzato da una frammentazione dimensionale e da una forte concentrazione geografica (ISTAT, 2023). Secondo le rilevazioni della Commissione europea (2024), l'Italia presenta una delle più alte incidenze di microimprese tra i paesi membri, con implicazioni significative in termini di produttività, capacità innovativa e accesso ai mercati internazionali.

Il Rapporto ISTAT sul Censimento permanente delle imprese (2023) documenta che il sistema imprenditoriale italiano si concentra per quasi la metà nell'Italia settentrionale (45,4%), con la Lombardia che rappresenta da sola circa il 16% del totale nazionale. Questa concentrazione geografica è ancora più accentuata per le imprese di maggiori dimensioni.

In tale scenario, l'Osservatorio PMI e mercato dei capitali sottolinea l'importanza di una riflessione approfondita sulle condizioni di crescita delle PMI, anche attraverso l'accesso al mercato dei capitali, a partire dalla definizione di un perimetro per l'individuazione delle stesse. Per condurre tale riflessione, si è ritenuto opportuno mappare, in primo luogo, le imprese italiane, a partire dalla base dati di AIDA¹.

(*) Martina Gaia Faletti, Dottoranda di Ricerca, Università Cattolica (Milano);
Chiara Frigerio, Professore Associato di Organizzazione aziendale, Università Cattolica (Milano);
Gabriele Sangalli, Dottorando di Ricerca, Università Cattolica (Milano);
Andrea Signori, Professore Ordinario di Finanza aziendale, Università Cattolica (Milano)

1 La suddetta base dati si ricollega ai dati Infocamere, anno 2024.

2 Metodologia di ricerca

Ai fini della ricerca condotta dall'Osservatorio, è stata elaborata una definizione di PMI specifica, ottenuta mediante un processo strutturato di consultazione con il Comitato Stakeholder. La metodologia ha previsto una fase di confronto attraverso incontri dedicati e l'implementazione di una *survey* mirata, con l'obiettivo di validare i criteri di selezione del campione e perfezionare il disegno della ricerca, coerentemente con gli obiettivi conoscitivi dell'Osservatorio.

Per delimitare il perimetro di PMI oggetto di studio, sono state considerate, innanzitutto, le sole società di capitali attive con sede legale in Italia che, al momento dell'analisi² sono 1.680.000. Rispetto a tale insieme, sono poi stati applicati ulteriori criteri di selezione:

- 1) sono state escluse le *startup* e le imprese costituite dopo il 2022, in relazione alle peculiarità del loro ciclo di vita e alla presenza di strumenti di finanza alternativa specifici, quali ad esempio *venture capital* (criterio temporale);
- 2) sono state altresì escluse le imprese appartenenti ai settori finanziari, al *real estate* e alla pubblica amministrazione in ragione delle peculiari dinamiche dei settori di appartenenza (criterio settoriale);
- 3) sono state considerate le imprese con forza lavoro tra i 10 e i 1.500 dipendenti al fine di non includere nel perimetro di analisi le microimprese e le imprese medio-grandi e grandi (criterio dimensionale);
- 4) inoltre, sono state escluse le imprese controllate appartenenti a gruppi, che non hanno effettiva autonomia decisionale (criterio di *governance*)³.

Sono state effettuate ulteriori attività di *data quality*, che hanno comportato l'eliminazione di duplicazioni e registrazioni anomale. Pertanto, a fronte di un universo iniziale di 1.680.000 società di capitali, sono state selezionate come PMI oggetto di analisi 119.463 imprese. Il campione così ottenuto comprende 170 PMI quotate (0,14%) e 119.293 PMI non quotate (99,86%).

Sulla base di questo *framework* metodologico, è stata condotta un'analisi comparativa tra le PMI quotate e le PMI non quotate.

Ai fini della presente ricognizione, per esigenze di sintesi, il termine "PMI quotate" è utilizzato sia con riferimento alle imprese ammesse alla quotazione sia sul mercato regolamentato italiano Euronext Milan (EXM) sia alle imprese ammesse alla negoziazione sul MTF Euronext Growth Milan (EGM)⁴.

L'analisi delle PMI quotate e non quotate è stata condotta lungo quattro dimensioni principali:

2 Dati di bilancio 2024 scaricati in data 15/12/2025, revisione al 22/12/25.

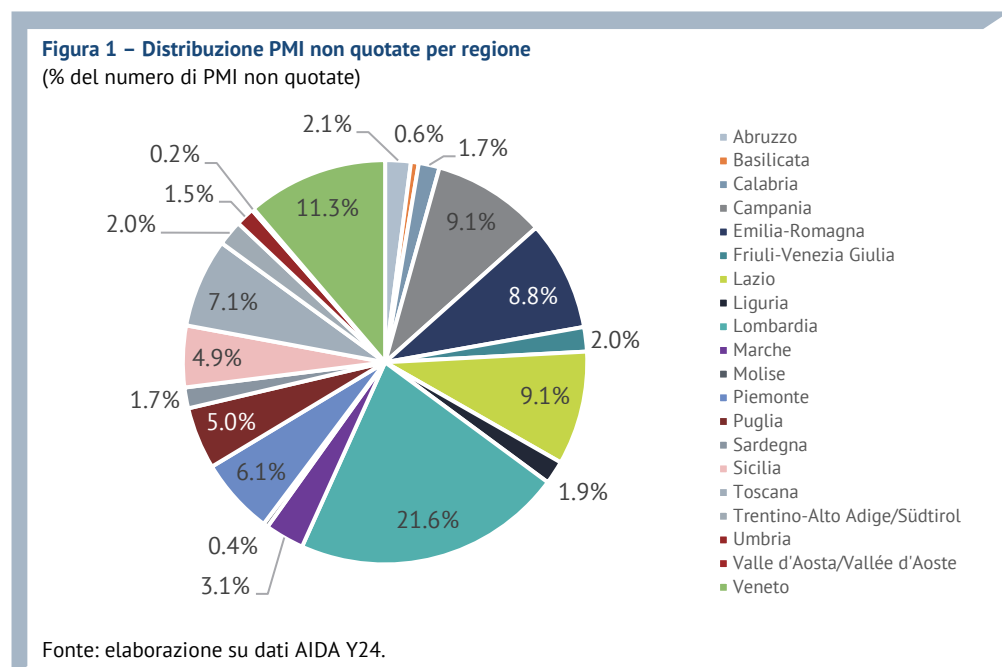
3 A tale scopo sono state considerate solo le società il cui identificativo (fornito da AIDA) non è associato ad alcun Global Ultimate Owner (GUO) oppure è identico a quello del GUO indicato, nonché le società riconducibili a GUO italiani identificati dalla banca dati come "Persone fisiche o famiglie".

4 Il dato delle imprese quotate è riferito alla data del 31/12/2024.

- 1) ripartizione geografica: analisi della distribuzione regionale, con particolare attenzione alle differenze tra Nord, Centro, Sud e Isole;
- 2) ripartizione settoriale: analisi della distribuzione sui settori merceologici inclusi nel perimetro dell'Osservatorio;
- 3) dimensione aziendale: classificazione delle imprese in base al numero di addetti secondo quattro fasce dimensionali: fascia 10-49 addetti (piccole imprese), fascia 50-249 addetti (medie imprese), fascia 250-750 addetti (grandi medie imprese), fascia superiore a 751 addetti (grandi imprese);
- 4) performance economiche: analisi dei risultati di bilancio dell'esercizio 2024, con focus sulla distribuzione tra imprese in utile, in perdita, e confrontando i risultati conseguiti nel 2024 con quelli del biennio 2022-2023.

3 Risultati empirici: PMI non quotate

L'analisi della distribuzione geografica delle 119.293 PMI non quotate evidenzia una forte concentrazione nelle regioni settentrionali, in linea con quanto documentato dai dati sul sistema produttivo italiano. La Lombardia emerge come la regione dominante, ospitando circa il 22% delle PMI del campione (Vedi Figura 1). Questa concentrazione risulta coerente con i dati ISTAT (2023), che posizionano la Lombardia come prima regione per numero di imprese attive.

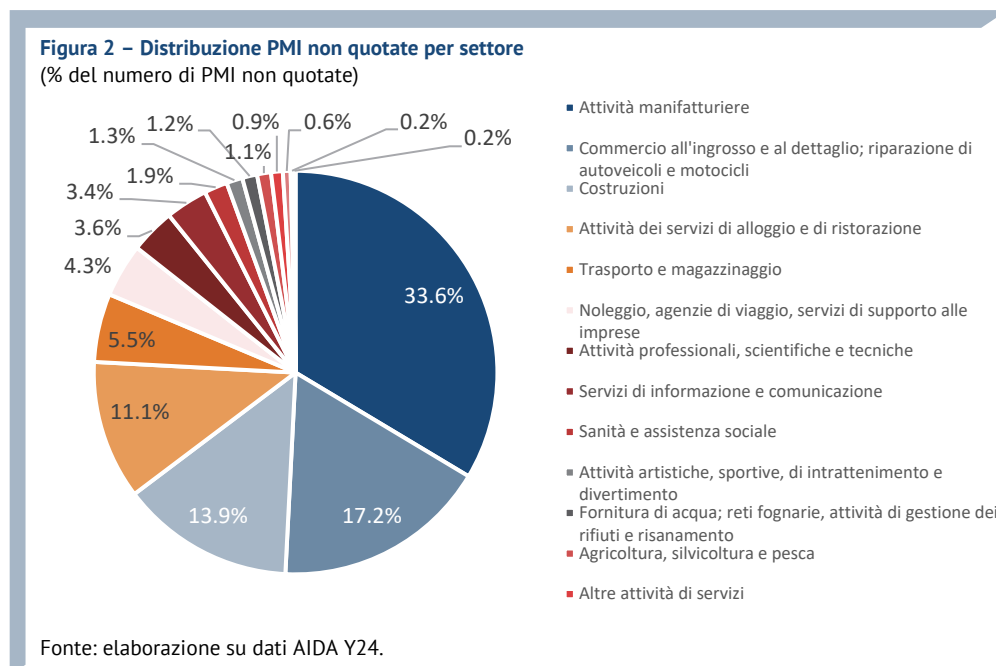


Le regioni del Nord Italia⁵ (Nord-Ovest e Nord-Est) concentrano complessivamente circa il 54% delle PMI non quotate analizzate, confermando il

5 Regioni che comprendono il Nord Italia: Valle d'Aosta, Piemonte, Lombardia, Trentino-Alto Adige, Veneto, Friuli-Venezia Giulia, Liguria, Emilia-Romagna; regioni che comprendono il Centro Italia: Toscana, Marche, Umbria, Lazio; regioni che comprendono il Sud Italia: Abruzzo,

tradizionale assetto geografico del sistema produttivo nazionale. Il Centro Italia rappresenta circa il 21% del campione, mentre Sud (19%) e Isole (7%) insieme raggiungono il 26%, evidenziando un divario geografico significativo ma meno accentuato rispetto ad altre classificazioni dimensionali.

L'analisi della composizione settoriale delle 119.287 PMI non quotate⁶ rivela una forte concentrazione nel comparto manifatturiero, che rappresenta il 33,6% del campione con 40.075 imprese (Figura 2).



Il secondo settore per numerosità è rappresentato dal commercio all'ingrosso e al dettaglio, inclusa la riparazione di autoveicoli e motocicli, che concentra 20.526 imprese pari al 17,2% del totale. Seguono le costruzioni con 16.592 imprese (13,9%) e le attività dei servizi di alloggio e di ristorazione con 13.276 imprese (11,1%). Questi quattro settori rappresentano complessivamente il 75,8% delle PMI non quotate analizzate, evidenziando una marcata specializzazione settoriale del campione.

I settori dei servizi mostrano una presenza più frammentata: trasporto e magazzinaggio (5,5%), noleggio e servizi di supporto alle imprese (4,3%), attività professionali, scientifiche e tecniche (3,6%) e servizi di informazione e comunicazione (3,4%) rappresentano congiuntamente circa il 16,8% del totale. I rimanenti settori, tra cui sanità e assistenza sociale, attività artistiche e culturali,

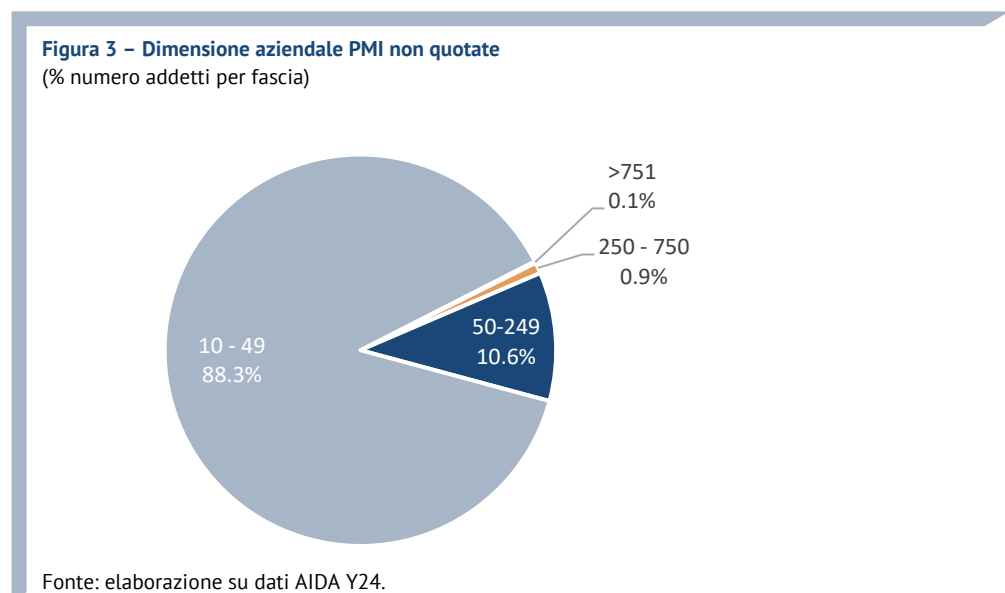
Molise, Campania, Puglia, Basilicata, Calabria.

6 Per 6 imprese (0,005%) la classificazione settoriale non risulta disponibile in AIDA alla data di estrazione del database, portando il totale analizzato a 119.287 unità rispetto al perimetro complessivo di 119.293 PMI non quotate.

utilities e agricoltura, mostrano incidenze più contenute, complessivamente inferiori al 10%.

La dimensione aziendale delle PMI non quotate conferma la natura di piccola impresa del campione (Figura 3). La distribuzione per classi dimensionali mostra:

- fascia 10-49 addetti: 105.355 PMI (88% del totale);
- fascia 50-249 addetti: 12.693 PMI (11% del totale);
- fascia 250-750 addetti: 1.074 PMI (1% del totale);
- fascia oltre 751 addetti: 171 PMI (0,1% del totale).



La dominanza della fascia tra i 10-49 addetti riflette la struttura del tessuto produttivo italiano documentata dall'ISTAT, caratterizzato da una prevalenza di imprese di piccole dimensioni.

La fascia 50-249 addetti rappresenta l'11%, mentre imprese di dimensioni maggiori costituiscono una netta minoranza. Questa distribuzione è coerente con quanto riportato dall'ISTAT, che stima in circa 220.000 le PMI italiane con più di 9 addetti, di cui la maggior parte concentrate nelle fasce dimensionali inferiori⁷.

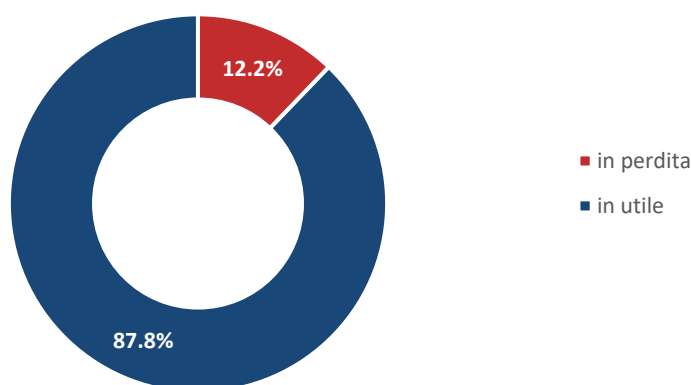
La scarsa presenza di PMI nella fascia 250-750 addetti e oltre evidenzia quella che la letteratura economica definisce come il "*missing middle*" del sistema produttivo italiano: la difficoltà delle imprese a crescere dimensionalmente e a raggiungere scale produttive più ampie.

Con riferimento alla dimensione economica (FY24), una quota elevata di PMI in utile (88%) suggerisce condizioni operative generalmente favorevoli per la

⁷ Il dato ISTAT si riferisce al totale delle PMI con più di 9 addetti, che include anche imprese costituite in forme giuridiche diverse dalle società di capitali analizzate nel nostro studio.

maggior parte delle PMI del campione. Il dato è coerente con quanto emerso dal Rapporto sulla stabilità finanziaria di Banca d'Italia (2024a), che documenta come, nonostante il rallentamento economico e l'incremento dei costi di finanziamento, la capacità reddituale delle PMI italiane si confermi complessivamente buona (Figura 4).

Figura 4 – Utile e perdita di esercizio – PMI non quotate
(% di PMI che hanno registrato una perdita o utile)



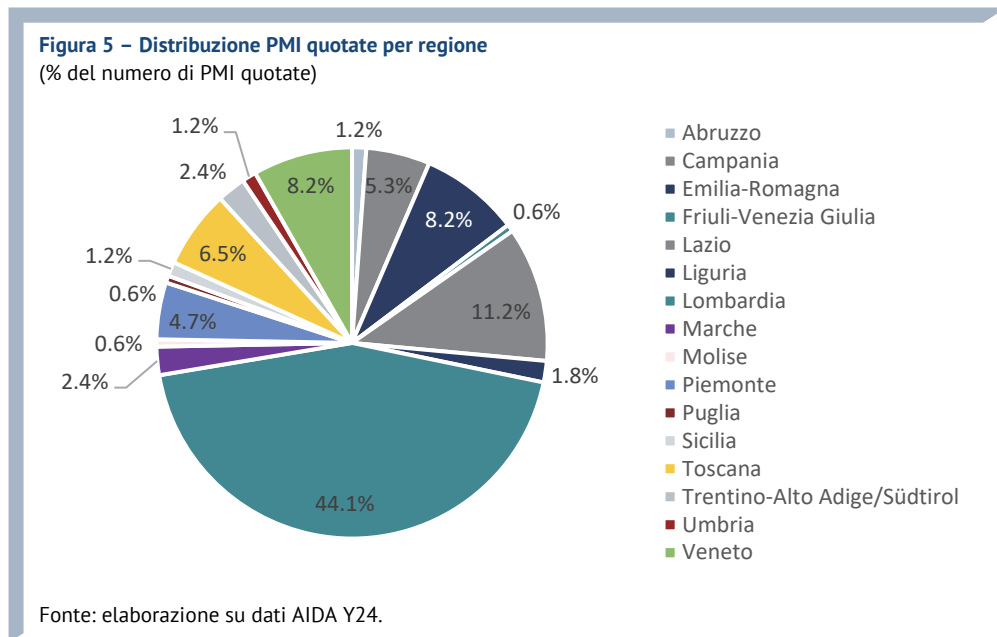
Fonte: elaborazione su dati AIDA Y24.

4 Risultati empirici: PMI quotate

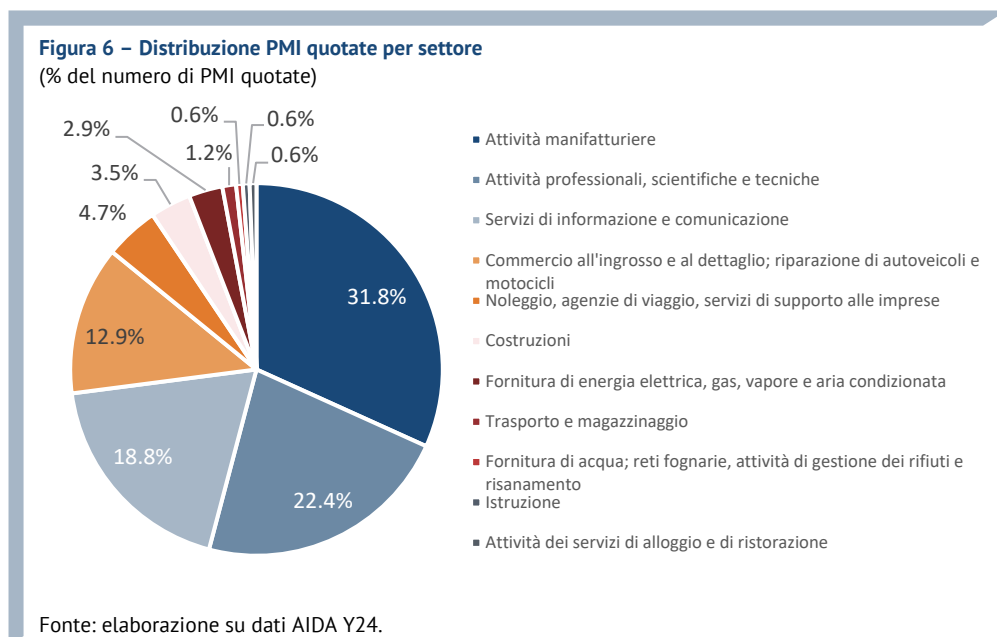
Passando alle PMI quotate, l'analisi della distribuzione geografica delle 170 imprese rivela *pattern* ancora più concentrati rispetto al campione delle imprese non quotate. La Lombardia domina in modo ancora più marcato, ospitando il 44% delle PMI quotate, quasi il doppio in termini percentuali rispetto all'insieme delle non quotate (Figura 5).

Le tre regioni: Lombardia, Lazio, Emilia-Romagna concentrano il 64% delle PMI quotate, evidenziando una forte polarizzazione geografica.

La forte concentrazione al Nord può essere spiegata da molteplici fattori già identificati nella letteratura economica, tra cui la prossimità al mercato finanziario, che facilita i rapporti con intermediari, consulenti e investitori (OECD, 2023). Un ulteriore fattore potrebbe essere rappresentato dalla densità di maggiori servizi e cultura finanziaria più sviluppata, con conseguenti effetti di agglomerazione.



Le 170 PMI quotate presentano una distribuzione settoriale che, pur mantenendo alcune similitudini con le non quotate, mostra differenze concentrate in specifici comparti, con una maggiore presenza di settori ad alto contenuto tecnologico e di servizi specialistici (Figura 6). Il settore manifatturiero mantiene la leadership con 54 imprese (31,8%; 33,6% non quotate), confermandosi come comparto prevalente anche tra le imprese che accedono ai mercati dei capitali.



La caratteristica più distintiva della composizione settoriale delle quotate emerge nei settori dei servizi professionali e tecnologici. Le attività

professionali, scientifiche e tecniche rappresentano il secondo settore per numerosità con 38 imprese (22,4%; 3,6% non quotate). Analogamente, i servizi di informazione e comunicazione costituiscono il 18,8% del campione con 32 imprese (3,4% non quotate), evidenziando come le imprese tecnologiche e digitali mostrino una maggiore propensione alla quotazione.

Il commercio all'ingrosso e al dettaglio mantiene una presenza rilevante con 22 imprese (12,9%; 17,2% non quotate). I primi quattro settori (manifatturiero, professionali, ICT e commercio) rappresentano complessivamente l'85,8% delle PMI quotate.

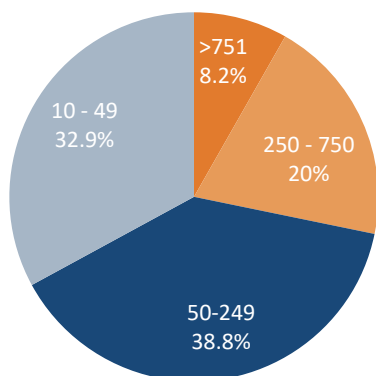
Al contrario, settori tradizionali come le costruzioni (3,5%; 13,9% non quotate) e le attività di alloggio e ristorazione (0,6%; 11,1% non quotate) mostrano un'incidenza notevolmente ridotta tra le quotate. Questa distribuzione suggerisce che l'accesso ai mercati dei capitali sia più frequente per imprese operanti in settori caratterizzati da maggiore intensità di capitale umano, contenuto innovativo e modelli di *business* scalabili, coerentemente con le aspettative di crescita e redditività che guidano gli investitori istituzionali.

La distribuzione dimensionale delle PMI quotate presenta caratteristiche significativamente diverse rispetto alle imprese non quotate (Figura 7).

- fascia 10-49 addetti: 56 PMI (33% del totale);
- fascia 50-249 addetti: 66 PMI (39% del totale);
- fascia 250-750 addetti: 34 PMI (20% del totale);
- fascia oltre 751 addetti: 14 PMI (8% del totale).

Rispetto alle non quotate, le PMI quotate mostrano una distribuzione più equilibrata tra le diverse fasce dimensionali.

Figura 7 – Dimensione aziendale PMI quotate
(% numero addetti per fascia)



Fonte: elaborazione su dati AIDA Y24.

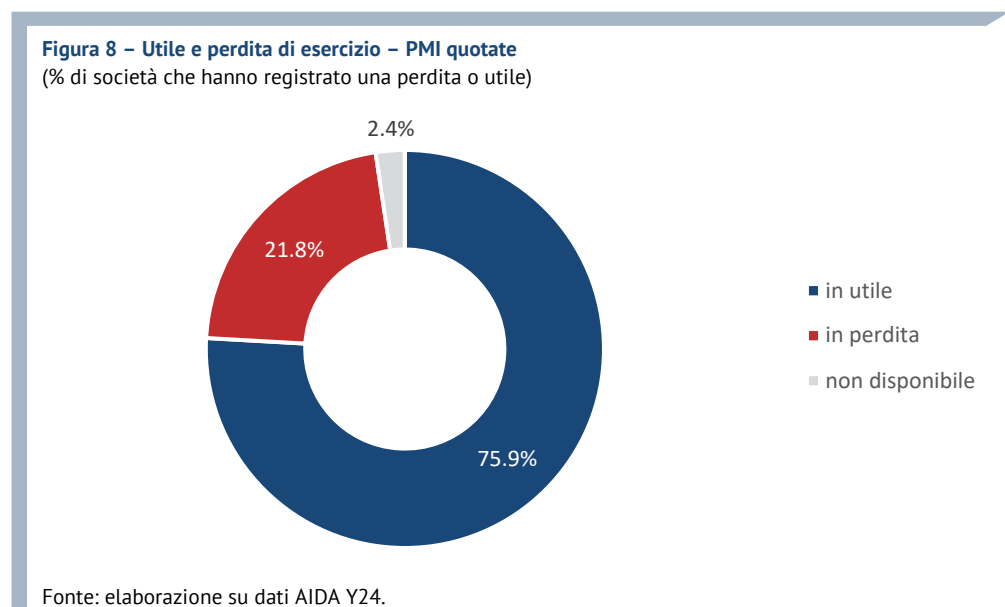
In particolare, emerge come la percentuale della fascia di PMI tra i 10-49 addetti sia pari al 33% (88% nel campione delle non quotate), rimanendo la categoria più rappresentata.

La fascia tra i 50-249 addetti aumenta significativamente la sua incidenza attestandosi al 39% (11% nel campione delle non quotate). Le PMI tra i 250 e i 750 addetti costituiscono il 20% del campione delle quotate (1% tra le non quotate). Le imprese superiori ai 751 addetti rappresentano l'8% delle quotate (0,1% delle non quotate), evidenziando come la quotazione sia un fenomeno tipicamente associato alla crescita dimensionale.

L'analisi suggerisce che la propensione alla quotazione aumenta con la dimensione aziendale, probabilmente per effetto, anche combinato, di diversi fattori:

- una struttura organizzativa e manageriale più articolata ed efficace;
- una migliore capacità di sostenere i costi di quotazione e di compliance regolamentare;
- una maggiore propensione all'apertura del capitale per sostenere la crescita e l'innovazione;
- una migliore attrattività rispetto agli investitori istituzionali.

Guardando ai risultati di esercizio delle imprese quotate, emergono alcune evidenze rilevanti che consentono di delineare differenze strutturali rispetto alle società non quotate. Le imprese quotate mostrano una minore incidenza di risultati in utile rispetto alle non quotate (76% contro 88%), suggerendo una maggiore variabilità delle performance economiche. Inoltre, la quota di società in perdita risulta lievemente più elevata tra le quotate (22% contro 12%) (Figura 8)⁸.



8 Il 2,4% dei dati di bilancio non risulta disponibile.

La maggiore incidenza di perdite tra le PMI quotate richiede tuttavia un'interpretazione più articolata. In primo luogo, tali risultati potrebbero riflettere una maggiore trasparenza informativa: le imprese quotate sono infatti soggette a obblighi di rendicontazione più stringenti e a controlli più rigorosi, che rendono immediatamente visibili eventuali situazioni di perdita, mentre per le non quotate queste possono risultare meno evidenti. In secondo luogo, le perdite potrebbero essere connesse a strategie di crescita e di innovazione di lungo periodo, in linea con quanto osservato dall'OECD (2023), secondo cui le imprese quotate tendono a privilegiare investimenti strategici e progetti di espansione, anche a scapito della redditività di breve periodo, grazie alla disponibilità di risorse patrimoniali più ampie.

Un ulteriore elemento interpretativo riguarda la presenza di imprese in fase di rilancio (*turnaround*): la quotazione può rappresentare, in questi casi, uno strumento per reperire nuovi capitali e ristrutturare la governance aziendale. Infine, la maggiore frequenza di operazioni straordinarie, come fusioni, acquisizioni o riorganizzazioni, può contribuire a generare perdite temporanee che riflettono dinamiche tipiche dei mercati finanziari più maturi e trasparenti.

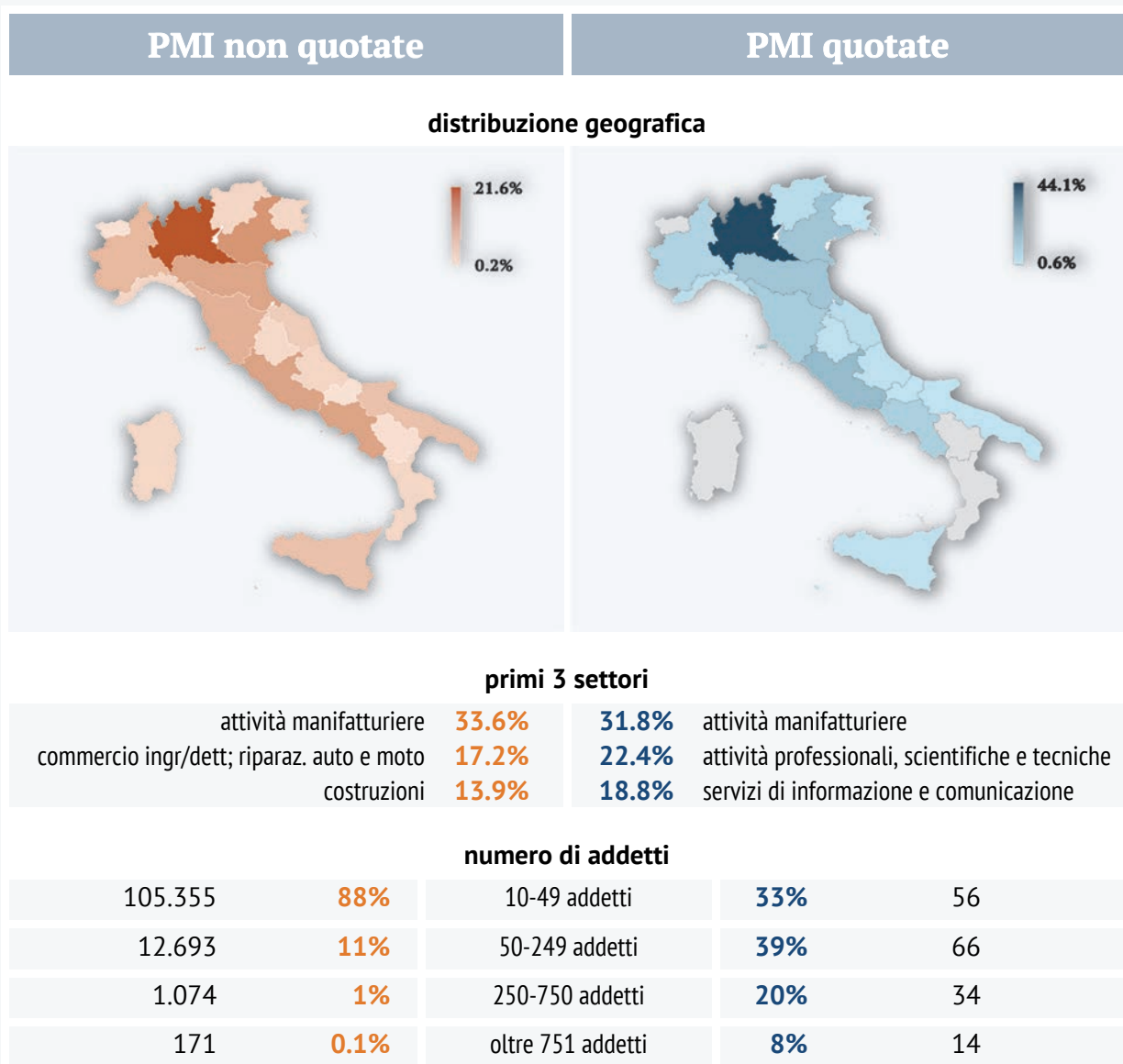
5 Rilevazione e prossimi passi

L'analisi condotta evidenzia differenze strutturali significative tra PMI quotate e non quotate nel panorama produttivo italiano. Emerge un potenziale legame tra propensione alla quotazione e dimensione aziendale, accompagnato da una marcata concentrazione geografica nelle regioni settentrionali, in particolare in Lombardia. Le PMI quotate mostrano inoltre caratteristiche distintive in termini di *performance* economiche e trasparenza informativa, coerentemente con i maggiori obblighi di *disclosure* imposti dai mercati regolamentati.

I risultati presentati costituiscono una fotografia delle imprese, e, in particolare, delle PMI italiane nell'anno 2024, ponendo le basi per un monitoraggio sistematico e continuativo nel tempo. L'Osservatorio si propone infatti di replicare periodicamente questa analisi, al fine di identificare *trend* evolutivi, valutare l'efficacia delle politiche di supporto all'accesso al capitale e cogliere eventuali mutamenti nelle dinamiche di quotazione. Tale approccio longitudinale consentirà di costruire una base empirica robusta, anche a supporto di future scelte di *policy*.

L'analisi settoriale condotta ha rivelato come le PMI quotate e non quotate presentino composizioni significativamente diverse. Mentre il comparto manifatturiero mantiene una posizione dominante in entrambi i gruppi (31,8% quotate; 33,6% non quotate), le imprese che accedono ai mercati dei capitali mostrano una marcata concentrazione in settori ad alto contenuto tecnologico: attività professionali, scientifiche e tecniche (22,4% contro 3,6%) e servizi di informazione e comunicazione (18,8% contro 3,4%).

Le evidenze emerse suggeriscono l'opportunità di approfondimenti specifici sui profili finanziari, anche attraverso l'estrazione di indici. Le differenze settoriali osservate rendono inoltre necessario analizzare come struttura patrimoniale, intensità di capitale e redditività varino tra comparti produttivi, al fine di identificare i fattori finanziari che favoriscono l'accesso ai mercati dei capitali. L'integrazione della dimensione finanziaria potrà contribuire alla comprensione dei fattori che facilitano o ostacolano l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali, fornendo indicazioni operative per promuovere una partecipazione più ampia ed efficace del tessuto imprenditoriale italiano ai mercati finanziari.





Mercato dei capitali: ostacoli e dinamiche

Tra *delisting* e nuove quotazioni: il futuro delle PMI italiane in Borsa

M. Clerici e B. Riva

- 1 Statistiche di mercato (2023–1H 2025) e chiavi di lettura
- 2 La sottovalutazione delle PMI quotate: ieri e oggi
- 3 Condizioni favorevoli per le PMI nei prossimi mesi

Delisting e deterrenza alla quotazione in Borsa

C. Schena, G. Redaelli e A. Tanda

- 1 Il contesto di riferimento
- 2 Le motivazioni del *delisting*
- 3 Le interazioni tra il mercato dedicato alle PMI e il mercato primario
- 4 Conclusioni e implicazioni di *policy*

Le medie imprese manifatturiere e il *listing*

G. Barbaresco

- 1 La definizione di media impresa
- 2 La struttura economico-finanziaria 'chiusa' delle medie imprese
- 3 La difficile triangolazione tra medie imprese, crescita e *listing*
- 4 Il ruolo antagonista del *private equity* e la sua funzione di attivatore della crescita
- 5 Un nodo difficile da sciogliere

Tra *delisting* e nuove quotazioni: il futuro delle PMI italiane in Borsa

M. Clerici e B. Riva^(*)

Il periodo oggetto della presente analisi, compreso tra il 2023 e la prima metà del 2025, ha mostrato un mercato azionario italiano segnato da forti disparità, con una netta separazione tra la performance delle *Large-cap* e quella delle *Mid-Cap*¹. Le difficoltà incontrate dalle Piccole Medie Imprese (PMI) quotate hanno portato a un aumento dei *delisting* e a una sottovalutazione del segmento, ma emergono segnali che potrebbero favorire una ripresa. Con il ritorno di capitali e il sostegno di nuovi fondi, le prospettive per le PMI italiane potrebbero migliorare nei prossimi mesi, aprendo la strada a una possibile rivalutazione del mercato.

1 Statistiche di mercato (2023–1H 2025) e chiavi di lettura

Il periodo che va dal 2023 al primo semestre del 2025 ha visto un mercato azionario italiano particolarmente polarizzato. Da un lato, l'indice Ftse Mib ha continuato a crescere in modo significativo, registrando una performance positiva del 64,7%. Questo rialzo è stato principalmente alimentato dal settore bancario e da alcune delle principali *Large-Cap*, che hanno sostenuto l'andamento dell'indice. D'altro canto, il mercato delle *Mid-Cap*, e in particolare quello del segmento STAR, ha mostrato segni di sottoperformance; con un solo incremento del 1,9% (Figura 1), nonostante storicamente sia sempre stato un punto di forza per il mercato azionario italiano, soffrendo inoltre di una compressione dei multipli e una riduzione generale della liquidità.

Nel secondo semestre del 2024, tuttavia, si è registrato un lieve incremento nei volumi scambiati, attribuibile principalmente alla progressiva riduzione dei tassi d'interesse, che ha incentivato un primo riallineamento nei portafogli degli

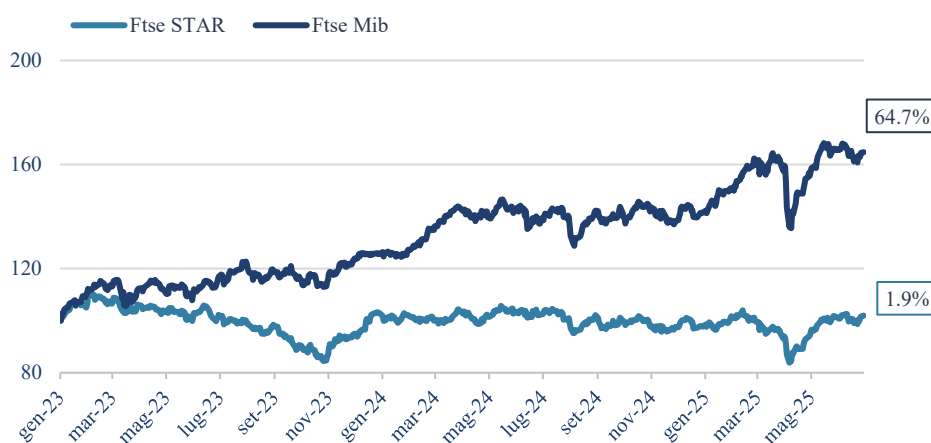
(*) Marco Clerici, Co-Head of Capital Markets – Equita SIM;
Beatrice Riva, Equity Capital Markets Associate – Equita SIM.

1 Si precisa che per questa analisi:

- a) le *Large-Cap* includono tutte le società del Ftse Mib;
- b) le *Mid-Cap* includono tutte le società del Ftse Mid;
- c) le *Small-Cap* corrispondono alle imprese quotate/negoziato nel mercato italiano escluso Mib e Mid (quindi anche EGM);
- d) le *Mid-Small-Cap* non includono le società del Ftse Mib e quelle estere.

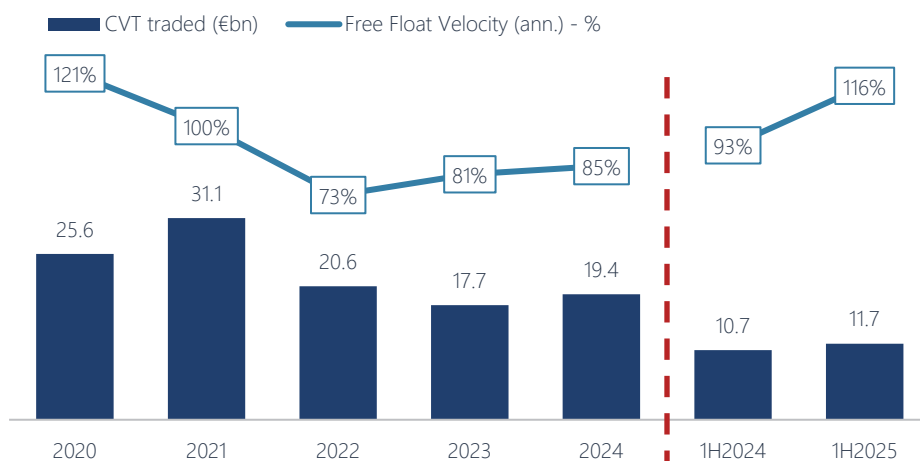
investitori. Questo cambiamento di tendenza sembra consolidarsi anche nel primo semestre del 2025, con segnali di una progressiva stabilizzazione nei flussi di investimento (Figura 2).

Figura 1 – Ftse STAR e Ftse Mib
 (ribasati a 100)



Fonte: elaborazione Equita SIM su dati Bloomberg.

Figura 2 – Volumi scambiati annuali e free float velocity annualizzata per l'indice Ftse STAR



Fonte: elaborazione Equita SIM su dati Factset.

Le dinamiche osservate nel mercato azionario italiano si sono riflesse chiaramente anche sull'attività di IPO e *delisting*, con un saldo netto negativo che segna una tendenza preoccupante. Dal 2023 ad oggi, si sono registrate 62 IPO, che hanno portato una nuova raccolta di circa 2,0 miliardi di euro. Tuttavia, sul fronte opposto, si sono verificati 86 *delisting*, con la conseguente fuoriuscita di oltre 44 miliardi di euro in capitalizzazione. Questo confronto tra il capitale immesso sul mercato e quello perso evidenzia un significativo squilibrio

strutturale, con un saldo fortemente negativo. Tale risultato riflette non solo l'attrattività crescente del *private equity*, ma anche una valutazione del mercato azionario italiano che sembra poco competitiva rispetto alle alternative strategiche offerte dalle operazioni di *delisting*. In sintesi, questo scenario sottolinea la difficoltà delle società quotate a trovare una valorizzazione adeguata, nonostante le opportunità di investimento esistenti (Tabella 1).

Tabella 1 – Numero e controvalore delle IPO e dei *delisting* sui mercati Euronext Milan e Euronext Growth Milan dal 2023 al 1H2025

Euronext Milan

Anno	Ipo		Delisting	
	Numero (#)	Controvalore (€md)	Numero (#)	Controvalore (€md)
2023	4	1,47	8	10,5
2024	1	0,04	17	29,1
1H 2025	0	0,00	11	1,8
Totale	5	1,5	36	41,3

Euronext Growth Milan

Anno	Ipo		Delisting	
	Numero (#)	Controvalore (€md)	Numero (#)	Controvalore (€md)
2023	32	0,21	21	1,7
2024	21	0,17	14	0,6
H1 2025	4	0,08	15	0,4
Totale	57	0,5	50	2,7
Totale	62	2,0	86	44,1

Fonte: elaborazione Equita SIM su dati Euronext.

Le ragioni dietro la crescente tendenza delle PMI italiane a “fuggire” dal mercato borsistico sono molteplici, ma tre cause principali sembrano spiegare in modo particolare questa re-privatizzazione.

In primo luogo, si osserva una diffusa sottovalutazione da parte del mercato. Molti imprenditori ritengono che l'andamento delle proprie azioni non rispecchi adeguatamente i fondamentali e il potenziale di crescita delle loro aziende. La scarsità di scambi, la limitata copertura analitica e l'assenza di un forte interesse da parte degli investitori istituzionali amplificano questa frustrazione. Di fronte a queste difficoltà, molte società arrivano alla conclusione che ritirarsi dalla quotazione sia più conveniente piuttosto che continuare a operare in un mercato che non valorizza come meriterebbero i loro sforzi.

Un secondo fattore è la scarsa attrattività della Borsa come strumento di raccolta di capitale. Dopo essere diventate pubbliche, le imprese si trovano a dover affrontare procedure complesse, costi elevati e tempistiche rigide. Inoltre, le opportunità per un aumento di capitale sono spesso brevi e difficilmente prevedibili, rendendo la quotazione meno efficace come canale di finanziamento. Questo porta gli imprenditori a considerare alternative più flessibili, come il *private equity* o altre forme di finanziamento privato, che risultano meno vincolanti.

Infine, si assiste a una forte pressione da parte dei fondi di *private equity*, che, grazie alla loro disponibilità di capitale e alla rapidità nell'approccio decisionale, offrono spesso un'alternativa più allettante rispetto al mercato azionario. In un contesto di multipli depressi e alta volatilità, i fondi di *private equity* possono proporre offerte di acquisto a premio, con liquidità immediata e la possibilità di ristrutturare la società senza la pressione di dover rispondere al mercato e agli investitori istituzionali. Questa maggiore certezza nell'esecuzione e la minore rigidità strategica spingono molte imprese a preferire il passaggio al controllo privato attraverso il *delisting*, rendendo l'IPO una via meno appetibile.

2 La sottovalutazione delle PMI quotate: ieri e oggi

Le *Mid-Small-Cap* italiane nel periodo oggetto di analisi, compreso tra il 2023 e la prima metà del 2025, hanno negoziato a un P/E 2025/26E di 13,9x-12,7x, che è salito a 14,6x-13,2x se si escludono le banche. La crescita degli utili prevista per il 2025/26 si è attestata tra il +4% e il +9,5% anno su anno, con un incremento maggiore (tra il +6% e l'11%) se si escludono le banche. Questi multipli rappresentano uno sconto del 15% rispetto alla media degli ultimi 5 anni, che per l'indice Ftse Italia Mid-Cap Blended 12M era di 14,8x.

Questo *de-rating* significativo dell'universo delle *Mid-Small-Cap* italiane è iniziato nel 2022, con una contrazione del P/E previsto per il 2023 da 15x a 12,7x. Le principali cause di questo calo includono le politiche monetarie restrittive, le crescenti tensioni geopolitiche, i deflussi dai fondi destinati ai Piani Individuali di Risparmio (fondi PIR) e una minore liquidità rispetto all'indice principale italiano, che ha invece beneficiato della buona performance del settore bancario.

In confronto all'intero mercato, le *Mid-Small-Cap* italiane hanno registrato un premio del 7% in termini di P/E 2026E, con un P/E di 12,7x rispetto al P/E di 11,9x dell'indice generale. Tuttavia, questo premio è inferiore rispetto al premio storico quinquennale, che era intorno al 20%. Rispetto agli indici europei comparabili, le *Mid-Small-Cap* italiane sono state valutate a uno sconto del 10-5%, con un P/E 2025/26E di 13,9x/12,7x contro 15,4x/13,4x per gli indici europei.

Tabella 2 – PMI italiane vs. mercato italiano e *peers* europei

	2025 P/E	2026 P/E
Mid-Small Italiane	13,9x	12,7x
Mercato Italiano	13,4x	11,9x
Premio (sconto)	4%	7%
Mid-Small Italiane	13,9x	12,7x
Mid-Small Europee	15,4x	13,4x
Premio (sconto)	-10%	-5%

Fonte: elaborazione Equita SIM.

3 Condizioni favorevoli per le PMI nei prossimi mesi

Nonostante le difficoltà degli ultimi anni, stanno emergendo segnali che lasciano sperare in condizioni più favorevoli per le PMI italiane quotate nei prossimi mesi. Una combinazione di fattori potrebbe dar vita a un contesto di *re-rating*, suscitando un maggiore interesse da parte degli investitori istituzionali. Tra gli elementi chiave che potrebbero favorire questa evoluzione si evidenziano:

- il ritorno di capitale domestico attraverso i fondi PIR, con flussi netti che sono tornati positivi, alimentando la domanda strutturale;
- il Fondo Nazionale Strategico Indiretto (FNSI), che prevede un investimento di oltre 1 miliardo di euro a partire dal 2026, destinato a supportare le PMI italiane quotate;
- le valutazioni relativamente basse rispetto alle medie storiche e ai *peer* europei, con una crescita degli utili prevista del 4% nel 2025 e del 9,5% nel 2026;
- la normalizzazione della politica monetaria, che include la riduzione dei tassi e un costo del capitale più contenuto.

Se queste condizioni si concretizzeranno, il segmento delle *Mid-Small-Cap* italiane potrebbe finalmente beneficiare di un *re-rating*, con la possibilità di attrarre nuove società sul mercato e di rafforzare ulteriormente la posizione delle imprese già quotate.

Delisting e deterrenza alla quotazione in Borsa

C. Schena, G. Redaelli e A. Tanda^(*)

1 Il contesto di riferimento

Il presente contributo indaga il fenomeno del *delisting*¹ dai mercati dei capitali italiani e si inserisce nel tema più ampio dell'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese, che nel nostro Paese è da sempre condizionato dalla peculiarità del sistema industriale, quasi interamente composto da PMI, che tuttora costituiscono oltre il 99% del totale delle aziende italiane (e, tra queste, le micro-imprese costituiscono il 95%)².

La creazione di mercati dei capitali alternativi o “secondi”³, con requisiti di ammissione meno stringenti, si è posta l'obiettivo di permettere alle PMI di accedere a fonti esterne alternative al credito bancario e di perseguire obiettivi di miglioramento della *governance* societaria e di crescita imprenditoriale.

Sono stati compiuti alcuni passi in termini numerici, ma ad oggi permangono delle criticità, che rendono i mercati domestici scarsamente appetibili nell'ottica degli investitori e delle imprese⁴. Infatti, sebbene sia aumentato il numero

(*) Cristiana Schena, Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari – Università degli Studi dell'Insubria;
Giovanna Redaelli, Docente universitario – Università degli Studi dell'Insubria;
Alessandra Tanda, Professore Associato di Economia degli Intermediari Finanziari – Università degli Studi di Pavia.

- 1 Operazione che si sostanzia nella cancellazione di un titolo azionario dal listino di un mercato organizzato, che ha l'effetto di comportare il suo ritiro definitivo dalle negoziazioni.
- 2 Dati Banca Europea degli Investimenti (2021) e Commissione Europea (2024).
- 3 Nel testo ci si riferisce al “mercato ufficiale” o “principale” al fine di individuare il “mercato regolamentato” (Euronext Milan – EXM, ex MTA), mentre si fa riferimento a “mercati secondi” per qualificare i MTF-*Multilateral Trading Facility* (sistemi multilaterali di negoziazione, tra cui Euronext Growth Milan – EGM, ex AIM Italia), che prevedono requisiti molto meno stringenti rispetto al mercato ufficiale di quotazione. Per un confronto dettagliato dei requisiti richiesti sui due mercati si rimanda ad Arlotta-Piro (2022).
- 4 Tra i principali studi è da citare il rapporto OECD (2020), da cui sono emerse molteplici debolezze del mercato italiano (regolamentari, basso flottante che causa scarsa liquidità sulle imprese quotate e scarsa appetibilità delle imprese per investitori istituzionali e privati, ecc.) e una serie di suggerimenti per ottimizzare sia il processo di quotazione, sia il passaggio tra diversi segmenti e tipi di mercato. Questa analisi ha trovato ulteriori approfondimenti nel Libro verde del MEF (2022), che evidenzia la debolezza dei mercati europei rispetto a quelli statunitensi (con volumi di IPO non paragonabili) ed asiatici; il mercato italiano risulta asfittico

complessivo di società quotate (Tabella 1), trainato dalle PMI presenti sul mercato “secondo” (EGM), si osserva una crescente disaffezione da parte delle *large corporate*, che determina un sempre più contenuto numero di ammissioni⁵ e un crescente numero di *delisting* sul mercato principale (EXM)⁶, a cui si accompagnano un livello di capitalizzazione tendenzialmente asfittico e insoddisfacenti condizioni di liquidità.

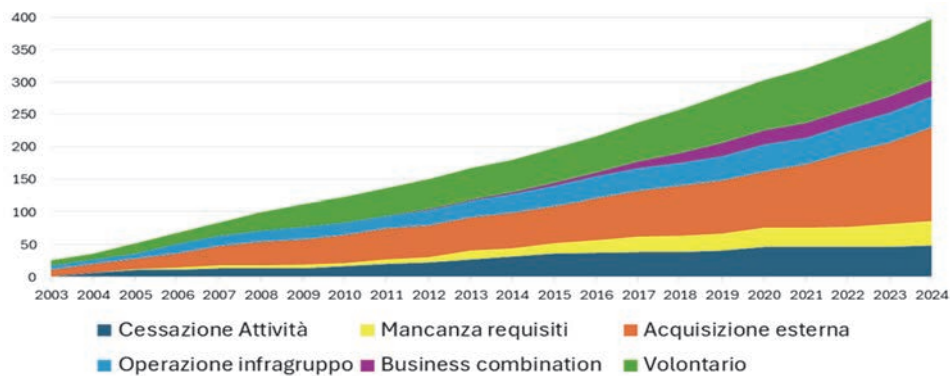
In effetti, il fenomeno del *delisting* in Italia è percepito come “strutturale”, tanto da suscitare l’interesse del legislatore (CONSOB, 2024); l’uscita dai listini, infatti, ha sempre interessato il mercato italiano in misura importante ed è stato spesso più intenso del flusso di nuove ammissioni⁷. In particolare, tra il 2003 e il 2024 si sono registrati ben 398 *delisting* (Figura 1), a fronte di un numero totale di società quotate comprese tra 279 nel 2003 e 422 nel 2024 (Tabella 1).

Tabella 1 – Evoluzione del numero di società quotate sui mercati azionari di Borsa Italiana

	2003	2011	2013	2015	2017	2019	2021	2024	Δ (2024-2003)
EXM	279	262	248	240	241	242	232	211	-68
di cui Euronext STAR Milan	43	71	68	71	74	78	74	67	+24
EGM	/	24	36	74	95	132	174	211	+187
Totale società quotate	279	286	284	314	336	374	406	422	+143

Fonte: dati Borsa Italiana – “Sintesi mensile” e “Main indicators”.

Figura 1 – Numero cumulato dei *delisting* da mercati gestiti da Borsa Italiana suddivisi per motivazione



Fonte: dati Borsa Italiana, incluse “Sintesi mensili” e “Serie storiche società revocate”.

e i *delisting* segnalano soprattutto l’uscita di grandi aziende con conseguente indebolimento del mercato principale.

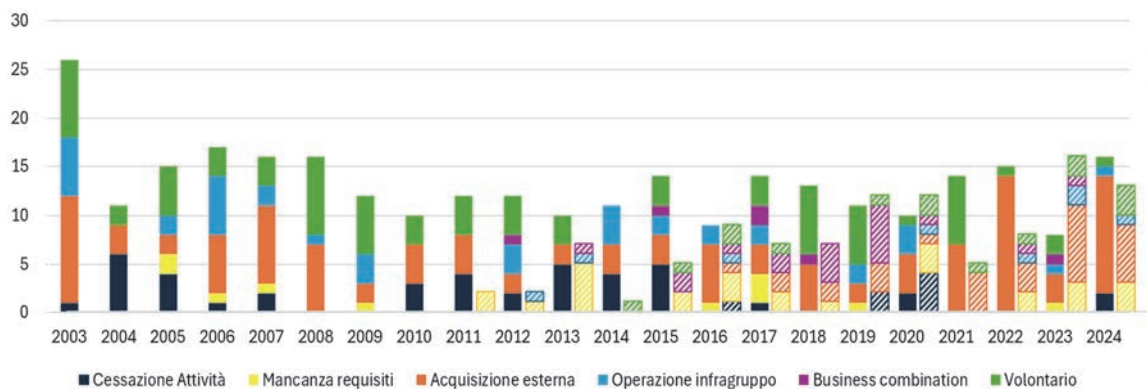
5 A partire dal 2009 le nuove ammissioni su EXM sono state sempre molto contenute e leggermente cresciute solo tra il 2015 ed il 2017, per poi scendere a poche unità negli anni più recenti. Molto più cospicue sono state le nuove ammissioni a EGM (a partire dal 2013) raggiungendo il tetto di 44 nel 2021, a cui è seguito un certo rallentamento nel triennio 2022-2024. Cfr. Dati Borsa Italiana.

6 Ambromobiliare (2024a) e (2025b); Baldi *et al.* (2025); Passador (2025)

7 Ciò è avvenuto nel 2003, 2004, 2008, 2009, 2011, 2012, 2024.

La prevalenza di *delisting* di società quotate sul mercato ufficiale (EXM) (pari a 292 sui 398 totali, con un'incidenza del 73%; Figura 2), contribuisce a rendere il listino principale di Borsa Italiana sottodimensionato rispetto agli altri mercati quotati europei (e, ancor di più, extra-europei), già segnato dal sempre più contenuto numero di richieste di nuove ammissioni⁸. In particolare, rispetto ai principali mercati europei (Gati *et al.*, 2024), il caso italiano risulta peculiare non solo in termini numerici (numero delle *large corporate* delistate e impatto sulla capitalizzazione), ma anche sul piano qualitativo, in considerazione soprattutto dell'elevato numero di *delisting* volontari⁹ da parte delle *large corporate* (Figura 2).

Figura 2 - Delisting da mercati gestiti da Borsa Italiana (EXM serie piena; EGM serie tratteggiata) suddivisi per motivazione



Fonte: dati Borsa Italiana, incluse "Sintesi mensili" e "Serie storiche società revocate".

Anche i dati riferiti al 2025 confermano l'andamento descritto e ne riflettono un'ulteriore intensificazione: l'anno si chiude con 21 quotazioni concentrate su EGM per una capitalizzazione complessiva di 593 milioni, rispetto alle 29 società che hanno lasciato la Borsa (prevalentemente *delisting* dal mercato ufficiale EGM) comportando una perdita di capitalizzazione pari a 2,54 miliardi (Dal Maso, 2025).

- 8 Pur in un contesto di aumento generalizzato dei casi di *delisting* dai mercati (compreso quello statunitense, tradizionalmente considerato più dinamico e sviluppato; cfr. Azevedo *et al.*, (2024), Caselli *et al.* (2024), osserva che "l'impovertimento progressivo del nostro mercato azionario è particolarmente preoccupante e non ha eguali tra i paesi finanziariamente evoluti".
- 9 Si rimanda a Saggiocca (2024) per una puntuale disamina delle fattispecie di *delisting*. In particolare, i *delisting* volontari sono riconducibili prevalentemente a: fattori esogeni; operazioni straordinarie, incluse scalate ostili; scelte strategiche, anche legate alle performance di borsa e/o aziendali. I *delisting* involontari sono principalmente dovuti a mancata compliance normativa o mancato rispetto del Regolamento della società di gestione o, ancora, a procedure di liquidazione e *default*.

2 Le motivazioni del *delisting*

Risulta, a questo punto, interessante approfondire le diverse motivazioni sottostanti al fenomeno dei *delisting* in Italia¹⁰ (Figura 1 e Figura 2).

I casi più frequenti di *delisting* sono riferibili ad acquisizioni esterne (143 casi sui 398 totali, pari al 35,9%) che hanno coinvolto prevalentemente società quotate su EXM (113 casi su 143, pari al 79% del totale; Figura 1). La seconda tipologia in ordine di importanza è riferita ai *delisting* volontari (95 casi, pari a quasi il 24% dei 398 totali) e, anche in questo caso, sono riferiti in maggior misura alle società quotate in EXM (80 casi su 95, pari a 84%)¹¹.

Focalizzando l'attenzione sulle società del listino ufficiale (EXM; Figura 2), oltre al *delisting* per operazioni straordinarie (113 casi di "Acquisizione esterna"), si rilevano casi di cessata attività (42 casi sul totale) e un minor numero di *delisting* involontari (solo 11 casi sul totale di 292). Ciò porta a ritenere che, in genere, si delistano aziende di medio-grandi dimensioni sane e con buone prospettive di crescita, oppure imprese che intendono ricercare opportunità su mercati di capitali esteri, in alternativa a scelte di *delisting* puro eventualmente supportate dall'ingresso di investitori istituzionali (80 casi di *delisting* "volontario").

Il *delisting* si inquadra quindi spesso nel contesto di dinamiche di *takeover*¹² (CONSOB, 2024) (in particolare tramite OPA), in cui l'*acquirer* decide di delistare l'emittente per una serie di motivazioni, tra cui semplificazione normativa, minori oneri e maggior flessibilità gestionale e organizzativa, maggior competitività e velocità di esecuzione, tutti ritenuti vantaggi dello *status* di non quotata; inoltre, in alcuni casi le società ritengono che: la capitalizzazione di mercato non rifletta i valori fondamentali della società; l'operatività degli investitori si caratterizza su orizzonti di breve periodo (*short termism*); la liquidità dei titoli quotati registra valori inferiori alle attese degli emittenti (volumi di negoziazione bassi e insufficiente attività di sostegno alla liquidità da parte del *liquidity provider*/specialista) (Marcelli *et al.*, 2024). Si può, inoltre, rilevare che cresce anche il numero di OPA sul mercato alternativo (EGM): fra il 2020 e il

10 Si segnala che al capitolo 5 del Report in cui è pubblicato il presente contributo sono illustrate le interviste ad alcune PMI italiane che si sono delistate, da cui è possibile trarre ulteriori considerazioni sulle specifiche motivazioni sottostanti alla scelta di uscita dal mercato delle singole emittenti.

11 I casi di *delisting* riferiti a società del listino ufficiale (EXM) sono prevalenti sul totale con riferimento a tutte le motivazioni prese in considerazione, fatta eccezione per *business combination* (riferite alle SPAC) e per i *delisting* involontari determinati dal mancato rispetto dei requisiti previsti dal gestore del mercato, che interessano in maggior misura il listino alternativo destinato alle PMI (EGM).

12 Il *delisting* per *takeover* è un fenomeno ambiguo: parte della letteratura sostiene che sia il risultato di una scarsa *performance* dell'emittente e del bisogno di modificare il controllo dell'impresa (Liu; Li, 2014); altri studi sostengono che la permanenza in borsa di imprese performanti può essere occasione di visibilità verso l'esterno e di attrazione di offerte di acquisizione, in particolare se si tratta di imprese supportate da *venture capitalist* (Gill e Walz, 2016).

2023 si sono registrate 16 OPA (21,9% delle offerte totali), con un'accelerazione nel 2023 (10 casi), rispetto alle 9 OPA del periodo 2007-2019¹³.

Su EXM si registra anche un numero non trascurabile di *delisting* volontari (80 casi tra il 2003 e il 2024, su un totale di 292), ma la fattispecie di recente sta interessando anche EGM, il che sembra segnalare una crescente insoddisfazione delle PMI rispetto all'esito del *listing*.

Le motivazioni dei *delisting* volontari da EXM sono diversificate. In alcuni casi contemplano il trasferimento della sede legale in un altro Stato membro della UE, specialmente nei Paesi Bassi, per esigenze di “*forum shopping*”, ossia la ricerca di un ordinamento più favorevole ai gruppi di comando, spesso a carattere familiare, che controllano la società, considerazione che sembra prevalere su altre di carattere fiscale o strategico¹⁴. In altri casi, il trasferimento deriva dal desiderio di accesso a borse internazionali più dinamiche, con requisiti di ammissione meno stringenti e sistemi di *governance* più flessibili (Belcredi *et al.*, 2023). I numeri dei fenomeni appena descritti appaiono per ora contenuti¹⁵, ma con impatti non trascurabili sulla capitalizzazione di mercato e, comunque, più rilevanti rispetto a quanto registrato in altri Stati Membri della UE¹⁶, il che genera preoccupazioni circa l'attrattività del contesto italiano (Belcredi *et al.*, 2023; CONSOB, 2024). Secondo alcuni osservatori (Assonime, 2024 e 2025) il diverso atteggiamento del regolatore italiano nel recepire le Direttive Europee può indebolire ulteriormente l'attrattività dei nostri mercati. Ciò rischia di penalizzare in particolar modo le PMI, che presentano strutture meno idonee a sfruttare opportunità di mobilità internazionale e che sono maggiormente esposte alle problematiche derivanti dalla scarsa efficienza dei mercati dei capitali nazionali. Tale efficienza non può prescindere da un corretto funzionamento del mercato principale¹⁷.

13 Cfr. Marcelli *et al.* (2024), che nello studio evidenziano anche che il premio offerto agli azionisti è in media più basso dove la liquidità è maggiore (segmento Euronext Star Milan), mentre sulle piattaforme in cui la liquidità è minore (EGM), il premio è di regola più alto.

14 Sebbene numericamente limitato, il fenomeno del forum shopping ha interessato 10 imprese dal 2013 al 2024 per un valore di capitalizzazione cumulata al 2024 di oltre 200 miliardi di euro, pari a circa un quarto della capitalizzazione di mercato di Borsa Italiana. Inoltre, nonostante il forum shopping non sempre comporti il delisting delle imprese – almeno in una prima fase –, il trasferimento delle attività aziendali all'estero produce un impoverimento del contesto di mercato (Assonime, 2025b).

15 Anche nel caso di *listing shopping*, si registrano pochi casi (4 imprese), ma con impatto rilevante in termini di capitalizzazione persa.

16 Cfr. CONSOB (2024) pag. 123 “Sebbene i numeri del fenomeno siano per ora contenuti, la migrazione di società verso altri Stati è maggiore in Italia che in altri Stati Membri della UE, generando preoccupazioni circa l'attrattività del contesto italiano, che si riflettono nelle attuali iniziative legislative a livello domestico”. A titolo esemplificativo, secondo un recente report, in particolare nel 2023 Euronext Growth Milano ha registrato un numero di *delisting* pari a 16, a fronte di 10 del mercato francese e di complessivi 37 *delisting* da tutti i mercati di Euronext dedicati alle PMI (Baldi *et al.*, 2025).

17 A tal proposito, si riprende l'osservazione di CONSOB che, nel proprio Piano Strategico, specifica che «una strutturale incapacità della borsa di esprimere nei prezzi dei titoli i valori impliciti nei fondamentali delle aziende emittenti incide negativamente sia in fase di Ipo (Initial

Per completare l'analisi, va osservato che il *delisting* (involontario) derivante dalla “mancanza dei requisiti” è riconducibile in molti casi al listino EGM (27 casi sui 38 totali, pari al 71%) e costituisce una delle più importanti motivazioni dell'uscita dal mercato delle PMI, seconda solo ai delisting per “acquisizioni esterne” (pari a 30 casi sui 143 totali). Il dato colpisce, considerando lo sforzo compiuto prevedendo requisiti meno stringenti proprio per agevolare l'accesso al mercato delle PMI¹⁸, ma probabilmente segnala situazioni di debolezza delle strutture, riconducibili a motivi interni e all'incapacità di attrarre l'interesse degli investitori, che discende dalla capitalizzazione molto contenuta di tali imprese e dalla scarsa liquidità del mercato¹⁹.

3 Le interazioni tra il mercato dedicato alle PMI e il mercato primario

Nel complesso, da quanto esaminato emerge con forza che il “*going private*” è diventato un obiettivo diffuso tra le società presenti nei listini di Borsa. Inoltre, appare evidente che, per rivitalizzare il mercato dei capitali, non è sufficiente concentrare le misure di intervento esclusivamente sul secondo mercato (EGM), poiché, da sole, non riescono a influenzare i *driver* che rendono un mercato appetibile per investitori e imprese.

Infatti, le iniziative messe a punto per incentivare la quotazione di PMI italiane stanno producendo effetti positivi in termini numerici e di approccio al mercato dei capitali, ma non risultano ancor oggi pienamente sufficienti a sostenere lo sviluppo del mercato dei capitali nazionale, che risente dei problemi di efficienza e spessore del mercato principale (EXM) che impattano anche sul buon funzionamento del mercato delle PMI (EGM)²⁰.

Public Offering) sia nel corso della quotazione ed è spesso additata, assieme agli eccessivi oneri della regolamentazione e alla ridotta liquidità, tra le cause di un limitato accesso al mercato, soprattutto da parte delle PMI, e del numero crescente di casi di *delisting*» (CONSOB, 2025a, pag. 22).

- 18 Si ricorda che il *delisting* involontario discende dall'assenza o la non osservanza dei requisiti minimi richiesti e stabiliti da Borsa Italiana nel proprio Regolamento, che includono l'assenza di figure chiave (es. Euronext Growth Advisor), la prolungata sospensione dalle contrattazioni e la violazione del requisito minimo di flottante.
- 19 I dati pubblicati da Borsa Italiana (2025) indicano che a fine di giugno 2025 la capitalizzazione delle società presenti sul listino EGM è mediamente pari a 45 milioni di euro, mentre la mediana è pari addirittura a 19 milioni di euro. Inoltre, la capitalizzazione complessiva del mercato EGM si attesta alla stessa data sugli 8,5 miliardi di euro, che risulta in netto calo rispetto ai 10,6 mld € del 2022 e agli 11,5 mld € del 2021.
- 20 Cfr. Sabatini *et al.* (2025), che forniscono dati sulle performance delle società presenti su EGM e sui proventi derivanti dalle IPO (diminuiti nel 2024 del 49% e che disincentivano ulteriormente gli investitori istituzionali). Ulteriori informazioni sull'evoluzione di EGM e sulle problematiche legate alla liquidità del mercato sono disponibili in IRTOP Consulting (2025), da cui tra l'altro emerge che il Controvalore Medio Giornaliero e il Controvalore complessivo degli scambi sta progressivamente diminuendo a partire dal 2021.

È anche possibile rilevare che il ridimensionamento del listino principale può essere letto, al contempo, sia come effetto, sia come causa del progressivo impoverimento dei mercati di Borsa, frutto di un pericoloso circolo vizioso che può danneggiare l'economia nel suo complesso e che distanzia sempre più l'Italia da altri mercati: l'uscita dal listino delle grandi aziende pregiudica la liquidità e l'efficienza del mercato principale italiano, generando *spread* denaro-lettera più ampi, maggiore volatilità *intraday* e un minore interesse da parte di fondi indicizzati e investitori internazionali (Baldi *et al.*, 2025).

In particolare, il crescente numero di *delisting* di primarie società quotate su EXM va a diminuire la complessiva capitalizzazione di Borsa e il grado di negoziabilità. Questo fenomeno risulta peculiare rispetto all'esperienza estera, in termini non solo di intensità dello stesso e di tipologia di imprese quotate, ma anche di motivazioni sottostanti all'uscita dal mercato, che riflettono una evidente disaffezione delle *large corporate*, che alimenta la scarsa attrattività dei mercati azionari italiani anche nell'ottica degli investitori istituzionali e, per tale via, non crea condizioni favorevoli per le PMI.

4 Conclusioni e implicazioni di *policy*

Alla luce di quanto emerso, si possono formulare alcune raccomandazioni di *policy*. La creazione di un mercato dei capitali unico pan-europeo²¹, basato su regole armonizzate e non disincentivanti (ad esempio in tema di requisiti di ammissione, trattamento dei *delisting* e dei *downlisting*, ecc.)²², dovrebbe tendere a evitare le forme di arbitraggio regolamentare e fiscale e a sostenere la capitalizzazione dei mercati domestici. Va ripensato e reso centrale il ruolo degli investitori istituzionali²³, specie a supporto del segmento STAR (ovvero della

21 Per una ampia disamina del complesso processo ancor oggi necessario per giungere alla creazione della Capital Market Union si veda Arampatzi *et al.* (2025). Per una analisi degli effetti delle differenze normative sui costi del *delisting* si veda Chan e Gerner-Bauerle (2024).

22 Come suggerito da Assonime (2024), è da cogliere l'opportunità di riforma organica delle disposizioni in materia dei mercati, contenuta nella Legge Capitali (legge 5 marzo 2024, n. 21), per favorire la competitività del mercato italiano, modernizzandolo e aumentando la propensione delle imprese italiane ad accedere al mercato dei capitali, arginando al contempo i fenomeni di *delisting* e di *listing/forum shopping* che rischiano di impoverire ulteriormente il nostro sistema economico. La Legge Capitali mira ad un maggiore allineamento della disciplina dei mercati finanziari italiani agli *standard* europei, prevedendo importanti modifiche del TUF, tra cui l'abrogazione dell'art. 116 TUF che determina una riduzione degli obblighi informativi, la modifica dell'art. 127-*quinquies* TUF relativa alla disciplina di maggioranza del voto e l'introduzione dell'art. 135-*undecies* TUF che permette alle società quotate l'utilizzo esclusivo della figura del rappresentante designato nelle assemblee, al quale i titolari del diritto di voto possono conferire una delega con istruzioni di voto.

23 Bajo *et al.* (2013), Balp; Strampelli (2020), Caselli *et al.* (2024), Intermonte-Politecnico di Milano (2024).

“seconda fascia” del listino ufficiale) e delle imprese in fase di *scale-up*²⁴, facendo leva su soluzioni atte anche ad agevolare la *way-out*.

In Italia, la presenza di investitori istituzionali è contenuta - anche in confronto con altri paesi europei - e rimane scarso il peso degli investitori domestici sia nel capitale delle *blue chips*, sia nelle imprese con minore capitalizzazione, nonostante gli incentivi introdotti dai PIR²⁵. Tra le cause si annovera la scarsa liquidità dei mercati europei (tra cui primeggia l'Italia), che si aggiunge al già difficile contesto di mercato²⁶.

Inoltre, i dati sui *delisting* di EGM (specie quelli legati alla “mancanza dei requisiti”) suggeriscono la necessità di un ripensamento dei requisiti previsti per l'accesso al mercato (per certi aspetti molto laschi) e di individuazione di più efficaci modalità volte a rendere più attrattivo e competitivo il listino rispetto ai canali alternativi di reperimento delle risorse finanziarie (come Fondi di *private equity*, debito diretto o piattaforme digitali²⁷), che oggi sono percepiti dalle aziende come meno onerosi rispetto al mercato pubblico e, quindi, costituiscono un deterrente alla quotazione o la leva per effettuare i *delisting*²⁸.

Pertanto, è certamente utile la proroga degli incentivi alla quotazione delle PMI²⁹, ma andrebbero sviluppate ulteriori possibilità di intervento degli investitori istituzionali e professionali nel capitale di rischio delle PMI quotate³⁰

24 Si veda Quas *et al.* (2022) per una discussione sul ruolo dei mercati e degli investitori istituzionali nella fase di *scale-up*.

25 Nel rapporto Assogestioni (2025) rileva che il 10% del flottante di imprese dei segmenti *small, mid cap* e di EGM sono detenuti da investitori tramite PIR.

26 In particolare, per i *venture capitalist* la scarsa liquidità e bassa capitalizzazione non rende efficace l'*exit* mediante IPO, che quindi sono sempre meno numerose e vengono dirottate prevalentemente su mercati extra-europei (EIF, 2023).

27 Locatelli; Schena (2022).

28 Baldi *et al.* (2025).

29 Si fa riferimento in particolare ai bonus statali (come il cosiddetto Bonus IPO che è stato prorogato fino al 2027 e prevede un credito d'imposta pari 50% dei costi) e regionali (ad esempio, il contributo a fondo perduto pari al 50% delle spese di consulenza, stanziato dalla Regione Lombardia) previsti per incentivare la quotazione delle PMI.

30 Sul punto si veda, tra gli altri MEF (2022), Appendice B in cui, al fine di individuare soluzioni al fenomeno del *delisting*, si suggerisce di adeguare la normativa concernente la qualifica di investitori e di consentire l'accesso degli investitori retail ai FIA. Ulteriori spunti emergono da una nota dell'Ufficio Studi di Ambromobiliare (2024b), che evidenzia che in EGM al momento sono assenti investitori di lungo periodo in grado di supportare i piani di sviluppo delle imprese e che, per creare una categoria stabile di investitori istituzionali di lungo termine, sarebbe opportuna una concreta moral suasion delle Autorità di Vigilanza nei confronti delle Assicurazioni e dei Fondi Pensione, che ancor oggi investono in equity di aziende italiane percentuali estremamente contenute (al 2024 le Assicurazioni solo il 4% circa delle riserve tecniche vita e delle polizze *unit-linked* e i Fondi Pensione solo il 3% del patrimonio investito). Secondo Ambromobiliare (2025a) sarebbe opportuno anche lo sviluppo di nuove figure di investitori, quali ad esempio i Private Investment in Public Equity (PIPE) seguendo il modello già ampiamente sviluppato in USA.

e ricercate soluzioni efficaci nel promuovere l'aggregazione delle imprese sottodimensionate.

D'altronde il raggiungimento di una soglia dimensionale più elevata costituisce un obiettivo necessario anche per rendere le PMI attrattive nell'ottica degli investitori istituzionali e per consentire l'accesso a soluzioni innovative di supporto alla crescita, che sono allo studio o in via di definizione. Tra queste ultime va richiamato il Fondo Nazionale Strategico Indiretto (FNSI), strumento di *partnership* pubblico-privato creato per attrarre investimenti e fornire liquidità alle piccole e medie imprese quotate su Piazza Affari³¹, con l'intento di superare la carenza di investitori istituzionali propensi a investire in PMI.

31 Si tratta di un "Fondi di fondi" gestito da CDP, che investe in quote di fondi italiani, anch'essi di nuova costituzione, gestiti da SGR italiane e non; in particolare, il FNSI dovrebbe avere un *ticket* minimo di investimento di 35 milioni di euro e sottoscrivere fino al 49% di OICR di nuova costituzione che investono almeno il 70% del portafoglio in titoli azionari emessi da società italiane di media e piccola dimensione e quotati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani (come l'EGM), che però non siano inclusi nell'indice FTSE MIB e non appartengano al settore bancario, assicurativo e finanziario. Al momento, le richieste per l'attivazione dei nuovi OICR sono circa una decina, mentre altri operatori stanno valutando le implicazioni tecniche del provvedimento. Tuttavia, la piena operatività del FNSI – inizialmente prevista entro giugno 2025 – non appare immediata, anche perché il termine per presentare le domande è slittato al 30 giugno 2026. https://www.borsaitaliana.it/borsa/notizie/teleborsa/finanza/fondo-di-fondi-primi-veicoli-entro-fine-anno-ma-slitta-la-finestra-per-partecipare-71_2025-09-17_TLB.html?lang=it

Le medie imprese manifatturiere e il *listing*

G. Barbaresco^(*)

1 La definizione di media impresa

Questa nota richiama alcune caratteristiche strutturali delle medie imprese italiane, ponendole in relazione alla prospettiva dell'accesso al *listing*. In base ai parametri utilizzati nelle indagini che, da oltre vent'anni, l'Area Studi Mediobanca realizza con il Centro Studi Guglielmo Tagliacarne-Unioncamere, il perimetro delle medie imprese comprende società di capitale manifatturiere con fatturato compreso tra 19 e 415 milioni e dipendenti tra 50 e 499 unità. Inoltre, si richiede un assetto proprietario autonomo e italiano, il che porta a escludere sia aziende che, pur dimensionalmente coerenti, sono parte di gruppi maggiori (e quindi si configurano come eterodirette), sia quelle riconducibili a controllo straniero. In buona sostanza, si tratta di società facenti capo a famiglie o coalizioni di persone fisiche italiane¹. L'ultimo censimento ne conta 3727 che rappresentano il 16% del valore aggiunto manifatturiero e il 14% delle esportazioni nazionali. A esse, qui a seguire, ci riferiamo.²

2 La struttura economico-finanziaria 'chiusa' delle medie imprese

Volendo valutare il posizionamento delle medie imprese rispetto all'ipotesi di quotazione, è utile richiamarne innanzitutto le caratteristiche quanto alla

(*) Gabriele Barbaresco, Direttore Area Studi Mediobanca. Ringrazio Fabio Fedel, Luca Tobagi e Angelo Viganò per la lettura critica di questa nota e le osservazioni formulatemi. Le opinioni espresse restano mia esclusiva responsabilità e non rappresentano necessariamente quelle dell'Istituto di appartenenza.

1 Il doppio vincolo sul numero di dipendenti e sull'assetto proprietario incide fortemente sull'universo di partenza. Date circa 8700 imprese manifatturiere che nel 2023 avevano un fatturato tra 19 e 415 milioni, il 21% è stato espunto per mancato rispetto dei parametri di pianta organica, il 17% per appartenenza a gruppi maggiori e il 19% per controllo straniero.

2 Si precisa che il perimetro delle medie imprese analizzato in questo contributo differisce da quello presentato nel Capitolo 1. La mappatura generale dell'Osservatorio considera 119.463 PMI multi-settoriali (di cui 40.075 manifatturiere, pari al 33,6%), l'analisi Mediobanca si concentra su 3.727 medie imprese del solo comparto manifatturiero.

struttura economico-finanziaria, così riassumibili in termini di valori medi dell'ultimo decennio:

1. presenza di una dotazione di mezzi propri tangibili pari al 59,5% del totale di bilancio, in eccesso rispetto all'attivo immobilizzato che si attesta al 44,1%. Quest'ultimo risulta quindi coperto in misura più che sufficiente da risorse legate all'azienda senza vincolo di scadenza;
2. attività correnti nette che si ragguagliano al 33,5% del totale di bilancio e che consentono di fronteggiare con ampio margine i debiti finanziari a breve, la cui consistenza ammonta al 18,1% del totale;
3. debiti finanziari a medio-lungo termine, pari al 16,9% del totale di bilancio, inferiori alle disponibilità liquide, pari al 22,4%;
4. dal combinato disposto di quanto sopra, si desume che il netto patrimoniale e le passività a media e lunga scadenza (debiti finanziari e fondi) sono ampiamente esuberanti rispetto all'attivo immobilizzato, finanziando buona parte dell'attivo corrente in un *mismatch* favorevole;
5. il patrimonio netto tangibile rappresenta 1,7x il totale dei debiti finanziari che, a loro volta, sono coperti da disponibilità liquide per il 64%; la struttura finanziaria ha garantito alle medie imprese un costo del debito finanziario pari al 2,5%;
6. il ROI medio, al lordo di imposte, è pari al 9,4% che si confronta con un WACC del 6,5%, per un differenziale positivo che ha consentito una costante creazione di ricchezza; il ROE si è posizionato, nello stesso periodo, al 10,5%, anch'esso superiore al costo dell'*equity* valutato nell'8,5%;
7. gli investimenti materiali e finanziari sono stati pari al 51% del *cash-flow*, il 22% del quale è stato destinato a incremento della liquidità.

A essere 'chiusa' quindi, prima che non la *governance* delle medie imprese, sarebbe la loro struttura economico-patrimoniale, totalmente autosufficiente. Queste poche cifre sembrano indicare che le Mid Cap, almeno in aggregato, non necessitano di capitale di rischio aggiuntivo quanto piuttosto di un più efficiente utilizzo di quello di cui già sono dotate³. Solo ove quest'ultimo profilo conduca alla pianificazione di strategie di crescita o di discontinuità, si presenta un tema di accesso a ulteriori iniezioni di *equity* attraverso un'IPO in OPS.

3 Si richiama che la sostanza del quadro non cambia facendo riferimento alle imprese manifatturiere italiane di dimensione medio-grande, sempre a controllo italiano, ovvero a quelle il cui fatturato si spinge fino alla soglia dei tre miliardi di euro, senza limite di dipendenti. Per esse, nel medesimo lasso temporale, il ROI si è attestato al 9% contro il 6,6% del WACC, il ROE al 10,6% rispetto all'8,9% del costo dell'*equity*. I due segmenti delle medie imprese e di quelle medio-grandi formano il c.d. IV capitalismo.

3 La difficile triangolazione tra medie imprese, crescita e *listing*

Il primo, e logicamente precedente, tema che si pone è quindi quello del rapporto tra media imprenditoria familiare e crescita. Per quanto la riluttanza al salto dimensionale sia argomento di lunga tradizione e variegata interpretazioni, che per brevità possiamo rubricare al capitolo della prevalenza dei benefici privati, la rottura avviatasi dal Covid in poi sembra avere ridisegnato la mappa delle priorità delle medie imprese. Hanno assunto urgenza i temi di *governance*, con l'introduzione di maggiori competenze manageriali (per il 46% delle aziende) e l'accelerazione del passaggio generazionale (33%); quelli della crescita, con l'interesse a valutare acquisizioni (34%); e, infine, quelli dell'apertura del capitale per consentirvi l'accesso a *partner* finanziari (10%) o industriali (6%), financo considerando la cessione *in toto* del *business* (7%)⁴. Inoltre, in base alle evidenze più recenti di cui disponiamo, l'incremento dimensionale campeggia tra le principali leve per competere che le medie imprese sono interessate ad attivare (30%)⁵. Non si tratta di incidenze di poco conto, poiché il coinvolgimento di un terzo delle medie imprese a progetti di crescita si tradurrebbe in una platea potenziale superiore alle mille unità. Posto in questi termini, lo snodo attuale apparirebbe quindi favorevole a un approdo al *listing*.

Tuttavia, il rapporto con la quotazione nel nostro Paese resta problematico. Nel 2023, solo il 3% delle medie imprese dichiarava possibile la quotazione nel successivo triennio, il 17% posticipava più oltre l'eventualità, ma oltre il 75% lo escludeva o non esprimeva una valutazione, manifestando di fatto disinteresse. Circa i motivi alla base della riluttanza (quella del 75% appena richiamato), un 20% delle imprese riteneva che l'ingresso in Borsa non fosse opportuno in relazione alla propria fase di sviluppo, mentre il 30% dichiarava una aprioristica contrarietà alla presenza del 'mercato' nella propria compagine azionaria. Un ulteriore 30% opponeva un tema di costi, monetari e organizzativi, mostrandosi quindi sensibile a tutte le misure di semplificazione di accesso e mantenimento dello status di quotata⁶. Infine, un corposo 41% si trincerava dietro 'Altri motivi' che non pare azzardato ricondurre a quanto già osservato in altre indagini: «*La scarsa propensione alla quotazione delle medie imprese italiane non sembra giustificata dalla prevalenza dei benefici (maggior discrezionalità nella redazione della rendicontazione contabile e finanziaria) sui costi (minor redditività, minor*

4 Area Studi Mediobanca e Centro Studi delle Camere di Commercio Guglielmo Tagliacarne-Unioncamere (2022).

5 Area Studi Mediobanca e Centro Studi delle Camere di Commercio Guglielmo Tagliacarne-Unioncamere (2025).

6 Area Studi Mediobanca e Centro Studi delle Camere di Commercio Guglielmo Tagliacarne-Unioncamere (2023). Considerando le imprese medio-grandi, l'idiosincrasia verso la Borsa si smorza: la prospettiva del *listing* si estende al 27% delle aziende (vs il 20% delle medie imprese), il disinteresse o l'indifferenza crolla al 54% (vs 75%), l'ostacolo rappresentato da costi e *compliance* perde quasi completamente rilevanza (dal 30% delle medie imprese al 5%).

crescita, più severo razionamento e dipendenza da fonti di finanziamento interne) connessi con la “non ammissione” in Borsa, ma sia da ricondurre ad altri fattori, anche culturali, verosimilmente legati alla percezione dei costi complessivi dell'apparato regolamentare che disciplina la quotazione in Borsa»⁷.

4 Il ruolo antagonista del *private equity* e la sua funzione di attivatore della crescita

A tutto ciò si aggiunge il fatto che oggi, all'imprenditore che sia incline alla crescita e all'apertura del capitale, si offre l'alternativa se realizzarle attraverso la quotazione oppure l'ingresso di un fondo di *private equity* o un *club deal*. Nell'ultimo decennio, i fondi di *private equity* avrebbero intercettato in Italia oltre il 20% delle operazioni di cessione di quote di imprese familiari, mentre un ulteriore 15% avrebbe visto come acquirente una *holding* finanziaria. In molti casi con un reinvestimento della famiglia cedente⁸.

In un quadro di generalizzata perdita di *appeal* dei mercati quotati⁹, i fondi di *private equity* consentono all'imprenditore di realizzare l'apertura del capitale, il miglioramento della *governance* e della struttura organizzativa e il rafforzamento del posizionamento strategico attraverso un pacchetto di soluzioni *one-stop-shop* che prevede (Biesinger *et al.*, 2020):

1. miglioramenti operativi (proposti nell'84% degli interventi): da opportunità di *M&A*, a strategie di *cost cutting*, da *upgrade* dell'IT all'efficientamento di logistica e distribuzione, dai *reshaping* organizzativi, alla razionalizzazione degli asset con cessioni o *spin-off*;
2. strategie di crescita (74%): dall'innovazione di prodotto e *marketing*, a operazioni di *add-on*, dal potenziamento nell'accesso ai mercati internazionali, all'ottimizzazione delle *pricing strategy* e della qualità del prodotto;
3. *governance engineering* (48%): dal cambio degli apicali e delle figure chiave, al *reshaping* del *board* e delle linee complessive di *governance*;

7 Giordano *et al.* (2017), pag. 53.

8 Dati di fonte AIFI, Pictet e Politecnico di Milano. Invero, il fatto che il *private equity* abbia un ruolo antagonista rispetto al *listing* non è pacifico. Limitatamente al mercato statunitense, ad esempio, Lattanzio *et al.* (2023), pag. 38, notano che: «*Importantly, PE activity contributes to shrinking, rather than inflating the U.S. listing gap. This result suggests that the positive effect of PE on listings via spurring entrepreneurship and providing financing to private firms that later go public, dominates its effect of substituting public equity*». Resto tuttavia scettico che questa lettura si applichi al caso di mercati meno evoluti, come quello italiano.

9 Si vedano, ad esempio, Doidge *et al.* (2025), Ewens *et al.* (2022) e Lattanzio *et al.* (2023). Tra i motivi che sono oggetto di riflessione per il mercato statunitense si citano, ad esempio: il consolidamento societario per effetto di fusioni e acquisizioni, la sostituzione dei mercati azionari con il *private equity* e l'aumento dei costi di *compliance* per le società quotate a partire dai primi anni 2000. Tra le causali si deve anche ricomprendere il crescente interesse degli investitori istituzionali per i rendimenti, e i connessi introiti commissionali, offerti dai *private markets* e dagli asset illiquidi (Gatti, 2025).

4. *financial engineering* (35%): dall'ottimizzazione della struttura finanziaria al miglioramento del *cash management*.

La dimensione finanziaria è dunque di peso relativamente minore. Ciò che invece sembra interessare all'imprenditore familiare sono il capitale manageriale, quello relazionale e quello strategico, dei quali il *private equity* si fa portatore e di cui l'azionista familiare si percepisce meno dotato. L'apparato di interventi messi in campo dai fondi di *private equity* sembra, quindi, meglio rispondere alle esigenze degli imprenditori. E in effetti, quelli di medie dimensioni in Italia conferiscono al capitale umano (che è tangente alle aree dei miglioramenti operativi e del *governance engineering*) e a quello tecnico (interamente afferente ai miglioramenti operativi) la massima rilevanza¹⁰, vedendovi le principali leve strategiche per affrontare le asperità del contesto¹¹. La Borsa, verosimilmente, appare meno attrezzata a offrire un pacchetto multidimensionale di servizi quale quello cui i *private equity* consentono di accedere. Essa, inoltre, priva l'imprenditore di un interlocutore univoco, dotato di discrezione¹², fortemente focalizzato sui risultati e portatore di un piano strategico e un orizzonte temporale condivisi che ne legittimano la presenza e l'intervento. Per converso, la Borsa lascia l'imprenditore a rapportarsi con quel 'mercato' di cui fatica a comprendere le logiche, le richieste e anche gli umori¹³. In sostanza, se i benefici dell'apertura del capitale sono conseguibili attraverso il *listing* 'al costo' di una maggiore democrazia societaria, essi appaiono in buona parte raggiungibili con l'ingresso di un *private equity* attraverso una diarchia societaria certamente più funzionale al *genus* dell'impresa familiare¹⁴. Non estraneo a questa dinamica il fatto che gli stessi fondi di *private equity* hanno in tempi più recenti alimentato

10 Salvo cadere in clamorose contraddizioni, ad esempio in termini di insufficienti politiche retributive e limitate opportunità di carriera, come documentato in Di Porto *et al.* (2024).

11 Area Studi Mediobanca e Centro Studi delle Camere di Commercio Guglielmo Tagliacarne-Unioncamere (2023).

12 Il tema della circolazione circoscritta delle informazioni aziendali consentita dal rapporto con i fondi di *private equity* rispetto al *listing* è dirimente, specialmente in industrie dove l'informazione proprietaria ha valore strategico. È verosimile che ciò valga in particolare per le medie imprese che operano sovente in mercati di nicchia a struttura oligopolistica. Valgano, in proposito, anche con riferimento alla corretta valutazione dell'impresa offerta dalla Borsa, le conclusioni per il mercato statunitense di Farre-Mensa (2017), pag. 32: «*Non-SEC-filing private firms' ability to disclose confidential information to selected investors minimizes the scope for information asymmetry between the firms and their investors. By contrast, public firms face a 'two-audiences' problem when raising equity as they need to trade off the benefits of information disclosure in reducing information asymmetry with the costs of making the information public and thus available to their competitors. As a result, perceptions of misvaluation stemming from valuation disagreements between firms and investors tend to be higher at public firms than at private ones. These misvaluation concerns lead public firms to hold high levels of precautionary cash so that they can optimize the timing of their equity issues.*».

13 Restano sospese le conseguenze sistemiche collegate all'arretramento delle borse, ad esempio in termini di scadimento dell'efficienza allocativa complessiva (Sanati *et al.*, 2024).

14 Nell'ultimo Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane (CONSOB, 2025b) emergono molteplici profili rispetto ai quali le PMI quotate si connotano per una minore collegialità rispetto alle non PMI quotate.

una narrativa di sé (ma anche una pratica, come richiamato più oltre) che ne smorza la nomea di operatori aggressivi e di breve termine e ne accredita, invece, il ruolo di portatori di capitale paziente, maggiormente allineato alla dimensione propria di quello dell'imprenditoria familiare. L'approccio originariamente per lo più 'ingegneristico' dei *private equity* ha lasciato progressivamente il passo a uno in cui prevale una 'proposta imprenditoriale' che pone la crescita al centro. La letteratura scientifica non ha mancato di cogliere questo mutamento di prospettiva (Verbouw *et al.*, 2025).

Tali mutamenti non hanno infine mancato di riverberarsi sul *funding*: «*More permissive regulation has encouraged large-scale capital raising outside the public markets. In a potentially far-reaching step, President Trump issued an executive order in 2025 directing the Department of Labor and the Securities and Exchange Commission to facilitate greater access to private funds and other alternative investments through public retirement plans*» (Milhaupt *et al.*, 2025, pag. 13). Il varco che porta a una sempre maggiore partecipazione ai *private equity* da parte investitori retail rappresenta un ulteriore elemento di antagonismo nei confronti dei mercati quotati e della loro storica prerogativa di canali esclusivi per accedere all'investimento in *equity*.

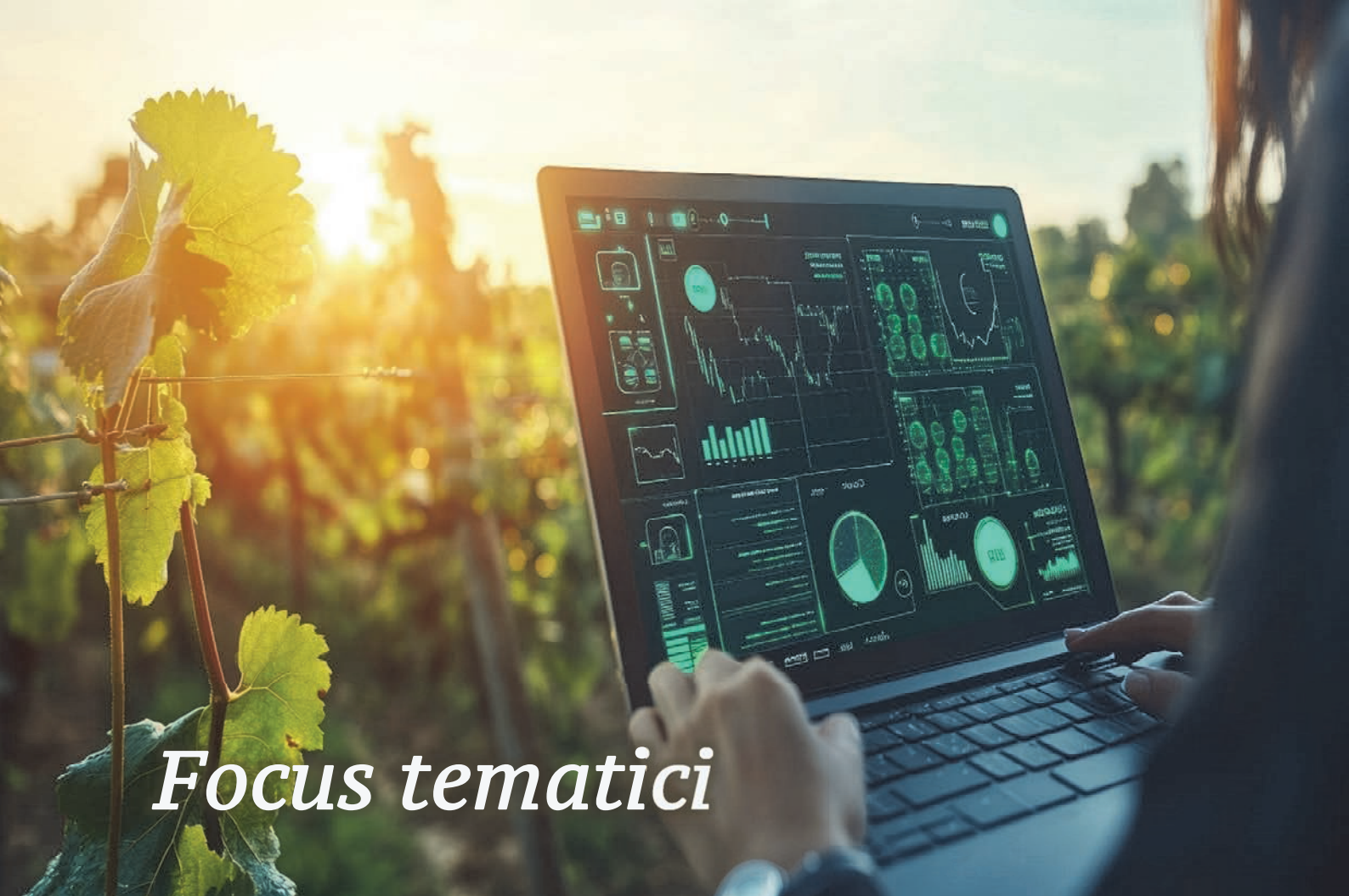
I numeri supportano questa lettura. Per un campione di circa 320 medie imprese nel cui capitale nel ventennio 2001-2021 hanno fatto ingresso i fondi di *private equity* e altri investitori (*holding, club deal, family office*), il numero medio annuo di operazioni è passato da 6 nel periodo 2001-2015 a 11 in quello 2006-2015 per poi portarsi a 19 tra il 2016 e il 2018 ed esplodere a 41 nello scorcio 2019-2021. Tale *trend* appare alimentato dal crescente interesse degli operatori stranieri che curavano il 15% delle operazioni negli anni più lontani per poi superare il 50% nell'ultimo triennio. Il salto dimensionale è l'effetto più evidente che scaturisce dall'ingresso dei fondi di *private equity*: l'impresa *target* segna nel biennio successivo una crescita cumulata delle vendite pari al 25% (vs 9,2% del campione di controllo), la base occupazionale si incrementa del 17,6% (vs 1,3%), il totale attivo si espande dell'81,9% (vs 13,8%). Ciò si abbina all'aumento della PFN, stante anche la prevalenza di operazioni di *leveraged buyout*. Ma il rapporto medio PFN/Ebitda (2,4x) rilevato al secondo anno post-investimento rimane al di sotto della soglia di sostenibilità (3x), segnalando un ricorso al debito coerente non aggressivo e comunque coerente con la marginalità dell'impresa *target*¹⁵. Sembra trattarsi della realizzazione dei *desiderata* degli imprenditori familiari, ma che gli stessi faticano a realizzare *motu proprio*.

15 AIFI *et al.* (2025).

5 Un nodo difficile da sciogliere

Comprendo che questa lettura possa, da ultimo, apparire aporetica, soprattutto in relazione alla indicazione di opportune linee di *policy* a favore della quotazione. D'altra parte, sostengono Milhaupt *et al.* (2025, pag. 15): «*Stock exchanges have limited means of becoming more competitive vis-a-vis private capital. They can continue to lower or to improve listing standards and other regulatory requirements for public firms, but this path obviously cannot be pursued without limit*». Il punto che si intende quindi evidenziare riguarda l'avversa congiuntura per *listing*, determinata da una prolungata fase di opacizzazione a livello internazionale della capacità attrattiva della Borsa e dalla concomitante competizione esercitata dai fondi di *private equity*. Essi tendono a replicare *almeno* una parte dei benefici del *listing* senza i relativi oneri e con caratteristiche di reversibilità che è invece molto laboriosa nel caso del *going public*.

Ne consegue che la capacità catalizzatrice della Borsa non si giochi tanto, o soltanto, sugli indubbi *vantaggi assoluti* che essa garantisce, ovvero sulle semplificazioni che essa può introdurre rispetto al *proprio* quadro regolatorio previgente, quanto piuttosto su quelli *relativi* in relazione all'iter alternativo offerto dai fondi di *private equity*. È probabilmente anche su questo terreno che si può giocare una ripresa di attrattività per la Borsa.



Focus tematici

PMI e Innovazione

Il finanziamento dell'innovazione in Italia

V. Nigro e S. Vori

- 1 Introduzione
- 2 Il sistema dell'innovazione in Italia nel confronto con altri paesi
- 3 Caratteristiche delle *start-up* e PMI innovative
- 4 Il finanziamento dell'innovazione
- 5 Lo sviluppo del *venture capital* in Italia
- 6 Le politiche per rafforzare il finanziamento dell'innovazione in Italia

PMI nel Mezzogiorno

Governance e performance delle PMI familiari nel Mezzogiorno: segnali di apertura verso il mercato dei capitali

C. Gallucci e R. Tipaldi

- 1 Traiettorie evolutive delle PMI familiari nel Mezzogiorno
- 2 Segnali di apertura dagli indicatori economico-finanziari
- 3 Segnali di apertura dalla *governance* e dalla *ownership*
- 4 Conclusioni

Il finanziamento dell'innovazione in Italia

V. Nigro e S. Vori^(*)

«La produttività stagnante e il ritardo tecnologico rappresentano le principali fragilità dell'economia europea rispetto a quella degli Stati Uniti»
(Panetta, 2025)

1 Introduzione

L'innovazione è fondamentale per spingere la crescita e aumentare la produttività. L'attività innovativa alimenta il progresso tecnologico, in quanto consente di utilizzare più efficientemente le risorse disponibili, accrescere l'*output* prodotto a parità di *input*, ampliare la varietà di prodotti e servizi offerti.¹ Le principali determinanti sono l'attività di ricerca e sviluppo (R&S) e l'adozione di tecnologie avanzate da parte di *start-up* e piccole e medie imprese (PMI) innovatrici. Queste aziende svolgono un ruolo di traino nella doppia transizione verso la digitalizzazione e l'efficienza energetica.

Sviluppare una solida strategia di innovazione aiuta le imprese a conseguire una redditività duratura, potenziare la capacità di competere e aumentare così la probabilità di sopravvivenza nel mercato. La strategia adottata varia con la dimensione di impresa. Le aziende grandi tendono a realizzare innovazioni incrementali, volte a migliorare la qualità della produzione e/o introdurre nuovi prodotti nei settori già presidiati. Queste imprese possono ampliare la loro strategia innovativa attraverso la partecipazione al capitale di rischio di aziende giovani ad alto potenziale (ad esempio utilizzando il *Corporate Venture Capital*, CVC). Le imprese più grandi e mature svolgono un ruolo fondamentale per l'ecosistema dell'innovazione anche perché forniscono un mercato di sbocco per i prodotti delle *start-up* e delle PMI innovative. Un diverso tipo di innovazione è quella 'dirompente' (*disruptive*), che utilizza tecnologie di frontiera, si rivolge a nuovi mercati, ed è molto rischiosa poiché solo poche idee possono avere successo: le imprese più giovani sono più propense a intraprendere tale attività. Per finanziare i progetti più rischiosi l'iniziativa privata può non bastare a causa

(*) Valentina Nigro, Dipartimento Economia e statistica, Banca d'Italia;
Silvia Vori, Vice Capo Dipartimento Economia e Statistica, Banca d'Italia.

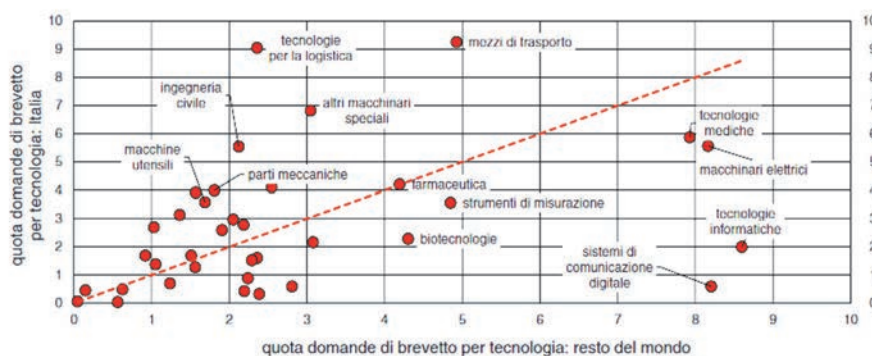
1 Molti lavori in letteratura mostrano un legame positivo dell'innovazione sulla produttività; in particolare Crépon, Duguet and Mairesse (1998) introducono nel modello strutturale l'innovazione misurata sia in termini di input (R&S) sia di output; lavori successivi propongono estensioni del loro modello.

della presenza di asimmetrie informative e di altre esternalità e può rendersi necessario il supporto pubblico per l'investitore.

2 Il sistema dell'innovazione in Italia nel confronto con altri paesi

Benché la ricerca scientifica nazionale mantenga un livello qualitativo elevato, l'Italia mostra un ritardo nell'innovazione rispetto alle principali economie europee e mondiali che riflette sia ragioni strutturali, sia carenze nei meccanismi di finanziamento. La spesa per R&S, pubblica e privata, è più bassa in Italia rispetto ai principali *peers*² ed è concentrata in settori maturi (ingegneria civile, trasporti) piuttosto che in quelli con tecnologie all'avanguardia (informatica, digitale); un *pattern* analogo si riscontra nell'attività di brevettazione (Figura 1). Nonostante il forte aumento nell'ultimo decennio, i brevetti registrati in Italia nel 2024 sono un quinto di quelli tedeschi e la metà di quelli francesi. Oltre alla minore capacità di innovare, le imprese italiane, soprattutto le più piccole, appaiono in ritardo nell'adozione di tecnologie più innovative, quali ad esempio strumenti di intelligenza artificiale (IA - Bencivelli *et al.*, 2025)³, anche se di recente il ritmo di diffusione di tali strumenti sta aumentando.

Figura 1 – Specializzazione tecnologica dei brevetti in Italia e nel resto del mondo (anno 2024; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Ufficio europeo dei brevetti (European Patent Office, EPO). Cfr. Banca d'Italia (2025).

- La spesa in ricerca e sviluppo nel 2023 era pari all'1,3 per cento del PIL, come nel 2014, un valore inferiore di quasi un punto rispetto alla media europea, soprattutto per effetto della minore spesa sostenuta dalle imprese (quest'ultima pari allo 0,76% del PIL).
- Secondo l'indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invind) condotta dalla Banca d'Italia l'adozione degli strumenti di IA aumenta con la dimensione di impresa: è utilizzata da oltre il 50 per cento delle aziende con almeno 500 addetti, ma solo dal 23 per cento di quelle con 20-49 occupati. A parità di dimensione aziendale e settore di attività economica il ricorso all'IA è maggiormente diffuso tra le imprese con pratiche manageriali più strutturate e con una quota di spesa per R&S più elevata.

Un freno all'innovazione è rappresentato dal numero limitato di società con dimensioni sufficienti per sostenere i costi fissi associati alla ricerca; in aggiunta, la carenza di tali imprese riduce il potenziale mercato di sbocco per i prodotti e i servizi delle giovani aziende innovative. In Italia risultano inoltre più pronunciate le difficoltà a trasformare i risultati della ricerca in nuovi prodotti e servizi commerciabili attraverso la creazione di *start-up*, a causa della scarsa integrazione tra mondo scientifico e imprenditoriale (Andini *et al.*, 2025)⁴.

3 Caratteristiche delle start-up e PMI innovative

Le imprese giovani o neocostituite che riescono a contribuire in modo significativo all'innovazione sono caratterizzate da tassi di investimento, liquidità e capitale di rischio più elevati rispetto ad altre *start-up* (Finaldi Russo *et al.*, 2016). Un recente studio della Banca d'Italia (Cassinis *et al.*, 2025) conferma che le *start-up* orientate all'innovazione⁵ hanno un'attività brevettuale più intensa e una crescita più robusta nei dieci anni successivi alla loro costituzione in termini di occupazione e fatturato, nonostante una situazione economica iniziale più debole rispetto alle altre *start-up*; tale crescita è però trainata da una piccola frazione di imprese ad alto potenziale.

In parte, questo risultato riflette la composizione settoriale: le imprese innovative operano prevalentemente nei settori dell'ICT e delle attività professionali, scientifiche e tecniche, dove la spesa in ricerca e sviluppo è più intensa. Le analisi mostrano anche che la compagine azionaria delle *start-up* innovative è generalmente meno concentrata e i soci sono più giovani.

4 Il finanziamento dell'innovazione

Secondo la letteratura economica i progetti innovativi - caratterizzati da elevate asimmetrie informative in quanto intrinsecamente più opachi e con risultati più incerti - sono più efficacemente finanziati da capitale di rischio rispetto al capitale di debito. In quest'ultimo caso, infatti, gli incentivi del debitore e quelli del creditore non sono allineati: le imprese innovative si orientano verso progetti a più alto rischio di fallimento, il cui ritorno in caso di successo non è condiviso

4 Rispetto alla media europea in Italia si registrano meno startup da università e centri di ricerca; gli uffici di trasferimento tecnologico attivati nelle università per la gestione della proprietà intellettuale così come i centri di competenza ad alta specializzazione - nati nel 2018 - potrebbero avere un ruolo importante, ma la loro operatività è limitata da risorse e iniziative di scala inferiore rispetto a quelle dei *peers* europei.

5 Il lavoro analizza le caratteristiche economico-finanziarie delle start-up innovative italiane tra il 2010 e il 2024 confrontandole con le altre start-up. Le start-up innovative sono identificate come quelle registrate ufficialmente nella sezione del Registro delle Imprese dedicata alle nuove aziende innovative e quelle che hanno ricevuto finanziamenti di venture capital. L'iscrizione al Registro delle imprese, introdotto nel 2012, consente alle nuove imprese ad alto potenziale di beneficiare di un regime giuridico semplificato e di incentivi fiscali.

con il finanziatore (che ha un rendimento prefissato). Inoltre, tali aziende presentano investimenti in attività immateriali più elevati della media, che poco si prestano a fungere da garanzia reale, tipicamente richiesta per accedere al credito bancario. Tra le tipologie di finanziatori, gli investitori specializzati di *venture capital* (VC) svolgono un ruolo importante nel mitigare le asimmetrie informative e i vincoli finanziari attraverso l'apporto di capitali pazienti (Hall; Lerner, 2010). Un sistema sviluppato di VC è pertanto importante per sostenere la nascita e lo sviluppo di imprese innovative e in tal modo influenzare positivamente la produttività (Lerner; Nanda, 2020), la capacità di generare brevetti (Kortum e Lerner, 2000) e le prospettive di crescita (Pavlova e Signore, 2021). Questi intermediari forniscono anche servizi di consulenza tecnica e manageriale, a cui è riconducibile buona parte del loro impatto positivo sui tassi di investimento e sulla crescita delle imprese (Akcigit *et al.*, 2022; per l'Italia Bronzini *et al.*, 2020 e Cassinis *et al.*, 2025).

Tuttavia, se si confrontano società finanziate da VC in Italia con aziende simili residenti all'estero, le prime hanno meno brevetti, minore redditività e sono più piccole (Banca d'Italia, 2025b)⁶. Alcuni paesi europei, come la Svezia e il Regno Unito, innovano di più rispetto all'Italia e in generale alla media dell'area dell'euro perché beneficiano di un ecosistema innovativo più sviluppato e integrato. Benché le banche mantengano un ruolo importante all'interno di quei sistemi finanziari, una parte significativa dei risparmi delle famiglie e del capitale dei fondi pensione e delle compagnie assicurative nazionali viene indirizzata verso investimenti produttivi (in particolare quelli azionari). Inoltre, nei paesi sopracitati il sostegno pubblico è particolarmente rilevante nella fase di *scale-up* delle imprese innovative e si registra un'elevata partecipazione di investitori esteri.

5 Lo sviluppo del *venture capital* in Italia

La scarsa disponibilità di finanziamenti per l'innovazione in Italia rappresenta un ostacolo per la crescita delle imprese innovative. I fondi italiani di VC sono meno sviluppati rispetto ai *peers* europei⁷, anche se negli ultimi anni hanno mostrato un'espansione più sostenuta (Figura 2).

Fanno da freno diversi fattori, tra loro interdipendenti, che agiscono sulle varie fasi di finanziamento. Nelle fasi di avvio di un'impresa (*early stage*) alcuni ostacoli alla conversione di idee innovative in progetti commerciabili e *start-up* – quali la bassa spesa in R&S e le barriere al trasferimento tecnologico sopra menzionate – riducono la richiesta di finanziamenti di VC. Nelle fasi di

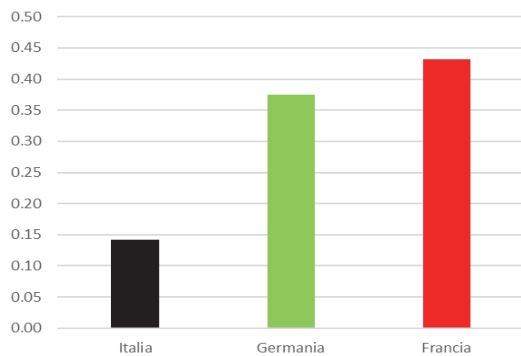
6 Lo studio confronta le aziende target del VC localizzate nella regione Lombardia con quelle di un cluster di regioni europee simili alla Lombardia per grado di sviluppo, struttura produttiva e popolazione.

7 Gli investimenti di VC in Italia tra il 2021 e il 2024 sono stati pari a circa un quinto dell'ammontare investito sia in Francia sia in Germania.

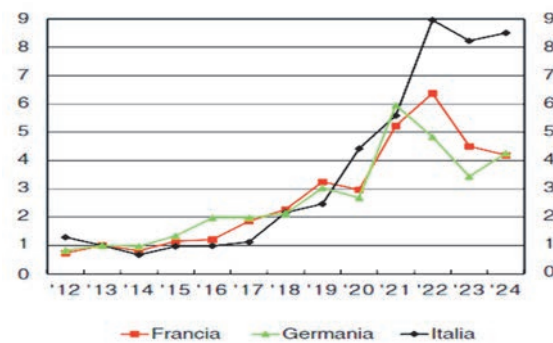
espansione (*late stage*) delle *start-up*, gli operatori del comparto domestico sono ancora piccoli e i limitati volumi di raccolta si traducono in una ridotta capacità di diversificazione e una bassa propensione a prendere rischi.

Figura 2 – Investimenti del venture capital nei principali paesi europei
(anno 2024; punti percentuali)

a. Investimenti cumulati nel 2020-2024 (% del PI)



b. Indici: 2013=1; valori percentuali



Fonte: Invest Europe. Cfr. Banca d'Italia (2025).

La limitata dimensione dell'industria del VC⁸ è legata in parte alla scarsa partecipazione di investitori istituzionali quali i fondi pensione e le assicurazioni. Fra gli operatori più piccoli, il basso interesse per investire in fondi di VC rifletterebbe la ridotta propensione al rischio e la scarsa conoscenza del comparto; fra i più grandi, un fattore di deterrenza è rappresentato dalla dimensione contenuta dei fondi di VC, in quanto i costi fissi per la ricerca e il monitoraggio dell'investimento sarebbero troppo elevati rispetto al possibile rendimento.

Ha anche pesato l'avvio tardivo degli investimenti pubblici, che le evidenze internazionali mostrano essere fondamentali per lo sviluppo del settore; peraltro, la dinamica del mercato del VC in Italia appare in linea con quella osservata negli altri paesi europei dopo l'inizio dell'intervento pubblico⁹. Vi sono inoltre difficoltà nella fase di uscita dagli investimenti: la liquidazione è ostacolata dall'assenza di grandi fondi di investimento nazionali, ci sono poche opportunità di M&A per la scarsità di grandi imprese innovative, il mercato

8 Il patrimonio gestito (AuM) dei fondi VC italiani era inferiore a 3 miliardi di euro alla fine del 2023, con solo 39 gestori attivi e una dimensione media del fondo di 70 milioni di euro.

9 Il coinvolgimento degli Stati nel VC in Francia e Germania è iniziato nei primi anni 2010, mentre in Italia la CDP Venture Capital SGR è stata lanciata nel 2019. Da allora, tuttavia, sia gli investimenti in VC che le dimensioni dell'industria dei fondi nazionali in Italia hanno rispecchiato le dinamiche osservate in Francia e Germania negli anni successivi al coinvolgimento degli Stati nel VC. Per una discussione più ampia sull'utilizzo delle risorse pubbliche in Europa si veda anche Beck *et al.* (2025).

azionario piccolo disincentiva le IPO (Gallo *et al.*, 2025). In aggiunta le barriere istituzionali, come la farraginosità della burocrazia e del sistema giuridico, scoraggiano gli investimenti esteri di capitale di rischio nell'ecosistema italiano dell'innovazione. Le risorse investite dai fondi esteri restano limitate e orientate verso imprese di grande dimensione.

6 Le politiche per rafforzare il finanziamento dell'innovazione in Italia

Le politiche pubbliche dovrebbero continuare a sostenere la crescita dell'ecosistema italiano dell'innovazione, razionalizzando gli incentivi all'attività di R&S e promuovendo il coinvolgimento degli investitori istituzionali nel finanziamento delle aziende impegnate in tali attività. Alla luce dei rischi elevati dei progetti innovativi, l'intervento pubblico deve essere adeguatamente disegnato (Angelini, 2025) in modo da rimediare alle asimmetrie informative tra imprese e finanziatori legate alla qualità e alla potenzialità dei progetti e alla presenza di varie esternalità che impediscono all'azienda di appropriarsi completamente dei benefici dell'investimento.

La normativa italiana sulle agevolazioni fiscali all'investimento in innovazione è nel complesso in linea con quella dei principali paesi europei. In particolare, le iniziative legislative intraprese negli anni 2010 - come Industria 4.0 e la legge sulle *start-up* - hanno sostenuto l'aumento della spesa privata in R&S e dei brevetti. Per quanto riguarda i fondi pensione e le casse previdenziali, la legge n. 193 del 16 dicembre 2024 ha introdotto il vincolo di una quota minima di investimenti in fondi di VC per continuare a beneficiare dell'agevolazione fiscale sugli investimenti qualificati.

Tuttavia, lo scarso numero e le dimensioni ridotte dei fondi di VC nazionali rappresentano un forte deterrente per la partecipazione degli investitori istituzionali domestici ed esteri. Lo Stato potrebbe sostenere la crescita dell'industria del VC attraverso il rafforzamento dei programmi di soggetti pubblici - quali la Cassa Depositi e Prestiti - di investimenti indiretti (ad esempio in fondi di fondi o in partnership pubblico-private).

Un contributo utile potrà venire dai programmi europei per la competitività e per la realizzazione di una Unione dei Risparmi e degli Investimenti. La Commissione europea, tra le varie iniziative, intende ampliare i programmi di finanziamento esistenti, come quelli della Banca Europea per gli Investimenti (BEI), per aumentare le sinergie con le attività delle banche e delle istituzioni nazionali che promuovono lo sviluppo economico. Una riduzione delle barriere regolamentari e un maggiore co-finanziamento pubblico europeo sosterranno l'innovazione nei paesi membri, favorendo le attività *cross-border* e creando maggiori opportunità di uscita dagli investimenti dei fondi nazionali.

Governance e performance delle PMI familiari nel Mezzogiorno: segnali di apertura verso il mercato dei capitali

C. Gallucci e R. Tipaldi^()*

1 Traiettorie evolutive delle PMI familiari nel Mezzogiorno

Nel Mezzogiorno d'Italia, le imprese familiari, prevalentemente di piccola e media dimensione, rappresentano la spina dorsale del sistema economico locale (Deloitte, 2025). Secondo le stime dell'Osservatorio sul Family Business dell'Università di Salerno, circa l'80% delle imprese attive nella regione appartiene a questa categoria, una quota superiore a quella rilevata nel Centro-Nord.

Il contesto macroeconomico recente ha rafforzato l'interesse per quest'area. Nella prima metà del 2024, il PIL italiano ha superato del 5,1% il livello medio del 2019, con una *performance* superiore a quella dell'area euro (+3,9%). All'interno di questo quadro, il Mezzogiorno ha registrato una crescita ancora più marcata: +5,1% tra il 2019 e il 2023, rispetto al +4,4% del Centro-Nord (SVIMEZ, 2024). Coerentemente, nel 2023, il rallentamento del valore aggiunto è stato meno accentuato nel Sud, sostenuto dall'espansione dei settori costruzioni e terziario e da un andamento favorevole delle esportazioni (Banca d'Italia, 2024a).

Il citato Osservatorio, attivo presso l'Università di Salerno dal 2007, raccoglie e analizza sistematicamente dati strutturali e di performance relativi alle PMI familiari del Mezzogiorno aventi un numero massimo di dipendenti pari a 50 e, contestualmente, un fatturato complessivo non superiore a 50 milioni. Uno degli obiettivi dell'Osservatorio è seguirne i percorsi di sviluppo e cogliere segnali, spesso latenti, di apertura verso il capitale di rischio esterno.

L'analisi qui presentata si basa su un campione di circa 40.000 PMI familiari attive continuativamente nel periodo 2020–2024 con sede legale in Abruzzo, Basilicata, Calabria, Campania, Molise, Puglia, Sardegna e Sicilia.

^(*) Carmen Gallucci, Professore Ordinario di Finanza Aziendale, Direttore Osservatorio sul Family Business– Università degli Studi di Salerno;
Riccardo Tipaldi, Componente Gruppo di Ricerca dell'Osservatorio sul Family Business, Università degli Studi di Salerno; Visiting Fellow, University of Essex.

Queste imprese privilegiano l'autofinanziamento, seguito dal credito bancario. L'*equity* esterno resta un'opzione residuale, con i partner industriali individuati come la tipologia di azionista esterno più frequente (Osservatorio AUB, 2025). Tale approccio riflette la volontà di mantenere il controllo e, nel contempo, limita le possibilità di crescita, soprattutto quando le risorse interne risultano insufficienti. In risposta a tali vincoli, alcune imprese valutano l'apertura del capitale a soggetti esterni.

Un secondo snodo rilevante per l'apertura del capitale di rischio a terzi riguarda gli assetti di *governance*, che, nelle imprese familiari, abbracciano il delicato tema del passaggio generazionale. Fisiologico ma spesso critico, quest'ultimo può rappresentare un'occasione per rinnovare la struttura decisionale dell'impresa. In tale prospettiva, coerentemente con i Principi per il governo delle imprese familiari non quotate sviluppati da Assonime (2025a), la configurazione e la composizione degli organi di amministrazione diventano un indicatore rilevante della propensione all'apertura: una *governance* improntata a trasparenza, diversità e inclusione di figure esterne è infatti riconosciuta come fattore di sostenibilità e credibilità nei confronti del sistema finanziario.

La configurazione proprietaria costituisce, infine, un ulteriore elemento di rilievo. Assetti fortemente concentrati garantiscono stabilità, ma possono riflettere una limitata disponibilità ad accogliere investitori esterni.

Alla luce di questi aspetti, e con l'obiettivo di cogliere anche segnali latenti di possibile apertura del capitale di rischio a terzi, l'analisi si propone di rispondere a tre quesiti:

1. Quali tendenze emergono dai principali indicatori economico-finanziari delle PMI familiari del Mezzogiorno e in che misura esse possono essere interpretate come segnali preliminari di apertura verso il capitale di rischio esterno?
2. Come si sono evolute le caratteristiche dei consigli di amministrazione delle PMI familiari meridionali nel periodo 2020–2024 in termini di composizione, eterogeneità, coinvolgimento familiare e apertura a figure esterne?
3. In che modo la struttura proprietaria – in particolare per quanto riguarda il grado di concentrazione e la prossimità territoriale degli azionisti – si è modificata nel tempo e quali implicazioni possono derivarne in relazione alla disponibilità ad attrarre investitori esterni?

2 Segnali di apertura dagli indicatori economico-finanziari

Nel passaggio dal 2020 al 2021, le PMI familiari del Mezzogiorno hanno registrato un incremento dei margini operativi: il rapporto EBITDA/Vendite è salito dal 13,8% al 16,2%. La dinamica riflette la capacità di recupero successiva alla fase più acuta dell'emergenza sanitaria. Negli anni successivi, l'indicatore ha subito una correzione (14,5% nel 2022) e si è poi stabilizzato su valori compresi tra il 14% e il 15%.

Un'evoluzione simile si osserva guardando al *Return on Assets*. L'indicatore è cresciuto dall'8,6% del 2020 al 9,9% del 2021, per poi attestarsi intorno all'8,6–8,8% negli anni successivi. L'andamento suggerisce una gestione efficiente delle risorse, con livelli di redditività complessiva stabili, altro segnale positivo in termini di compatibilità con l'apertura a soggetti esterni.

Più articolata la traiettoria del *Return on Equity*: dopo il picco del 2021 (20,5%, in crescita dal 17,4% del 2020), l'indicatore ha mostrato un calo progressivo, fino a toccare il 13,0% nel 2024. Pur restando positivo, il *Return on Equity* suggerisce un elemento di cautela: il ritorno medio per gli azionisti si è infatti ridotto, influenzando negativamente la disponibilità di nuovi investitori a conferire capitale di rischio.

Dal lato della solidità patrimoniale, l'indice di indipendenza finanziaria segnala un rafforzamento costante: dal 35,6% del 2020 al 41,2% del 2024. L'aumento indica una progressiva patrimonializzazione e una minore dipendenza dal capitale di debito, configurando una struttura finanziaria più equilibrata.

La sostenibilità dell'indebitamento è confermata anche dal basso peso degli oneri finanziari. Il rapporto tra oneri finanziari ed EBIT rimane su livelli molto contenuti: tra lo 0,11% e lo 0,22% nel periodo, con un picco temporaneo nel 2023, riassorbito già nel 2024 (0,08%). Anche rapportando gli oneri finanziari ai ricavi delle vendite, i valori risultano trascurabili: 0,25% nel 2020, in calo allo 0,10% nel 2021, con un picco nel 2022 (0,44%) e un ritorno a livelli bassissimi negli ultimi due anni (0,13% e 0,05%).

In sintesi, i dati economico-finanziari descrivono un quadro in chiaroscuro. Da un lato, emergono segnali di rafforzamento strutturale: margini e redditività complessiva stabili, crescente patrimonializzazione, esposizione al debito estremamente contenuta. Dall'altro, si osserva una contrazione del ritorno sul capitale proprio, che può rappresentare un elemento di cautela.

3 Segnali di apertura dalla *governance* e dalla *ownership*

Nel quinquennio 2020–2024, la *governance* delle PMI familiari meridionali è rimasta prevalentemente incentrata sulla figura dell'amministratore unico. Pur registrando una lieve flessione, dall'89,6% all'84,0%, tale configurazione continua a prevalere. Parallelamente, si osserva una graduale diffusione di assetti collegiali: i consigli composti da 2–3 membri crescono dal 10,1% al 14,5%, mentre *board* più ampi, seppur ancora marginali, mostrano segnali di espansione (fino allo 0,6% per quelli con più di sei componenti).

Sul fronte della diversità di genere, oltre il 70% delle imprese presenta consigli interamente maschili, con una leggera riduzione dal 74,5% al 72,0%. La fascia con rappresentanza femminile pari o superiore al 40% cresce di poco (dal 24,8% al 26,1%), mentre le quote intermedie restano poco diffuse.

La composizione per classi di età si mantiene stabile. La fascia tra 46 e 55 anni è la più rappresentata (circa il 30%), seguita da quella tra 56 e 65 anni (27%). Le

coorti più giovani registrano incrementi contenuti: gli under 35 salgono dal 6,6% al 7,6%, mentre i 36–45enni passano dal 17,3% al 17,8%. Gli over 65 calano lievemente (dal 17,8% al 17,2%).

La durata media dei mandati si allunga da 7,3 a oltre 9 anni, confermando una *governance* più stabile e radicata. Le posizioni inferiori ai tre anni si riducono sensibilmente (dal 39,4% al 22,1%), mentre aumentano i mandati oltre i dieci anni (dal 27,3% al 35,7%) e quelli tra i 7 e i 9 anni (dal 12,9% al 18,5%).

Anche la prossimità territoriale resta elevata: oltre il 92% dei consiglieri proviene dalla stessa regione dell'impresa e circa l'83% dalla stessa provincia, con una lieve riduzione nel tempo.

Il coinvolgimento familiare nei CdA rimane dominante. Tra il 2020 e il 2024, la quota di amministratori appartenenti alla famiglia scende lievemente dall'80,6% al 77,4%; percentuali simili si osservano tra i familiari azionisti (dal 75,7% al 71,9%) e tra quelli con incarichi direzionali (dal 78,4% al 75,6%).

Letti nel loro insieme, questi risultati delineano una *governance* che conserva tratti tradizionali, ma che inizia a mostrare segnali di apertura. Il confronto con i Principi per il governo delle imprese familiari non quotate (Assonime, 2025a) mostra come le PMI del Mezzogiorno restino lontane dall'“ideale” di *board* collegiali e diversificati. In sintesi, il focus sul Mezzogiorno d'Italia evidenzia la necessità sempre più marcata di un impegno volto a favorire una *governance* più inclusiva, più giovane e più diversificata in termini di competenze e appartenenza geografica (ELITE, 2025). In questa prospettiva, la struttura familiare può costituire un valore aggiunto, a condizione che non si traduca in un limite: il modello auspicabile non è quello dell'«uomo solo al comando» (Forbes, 2024).

Con specifico riferimento alla *ownership*, il campione analizzato evidenzia assetti proprietari stabili, fortemente concentrati nelle mani della famiglia proprietaria e territorialmente ancorati. Più specificamente, la prossimità territoriale degli azionisti si conferma elevata: oltre il 93% proviene dalla stessa regione dell'impresa e circa l'87% dalla stessa provincia. Tali valori, rimasti stabili tra il 2020 e il 2024, evidenziano un forte radicamento locale.

Prevale inoltre il controllo diretto da parte delle famiglie: nella maggior parte dei casi, la quota di maggioranza è detenuta in forma personale, con una media superiore all'86%. Le partecipazioni indirette, tramite società controllate dalla famiglia, sono meno diffuse ma, quando presenti, superano in media il 60%, delineando strutture più articolate che mantengono comunque una *governance* familiare.

In conclusione, questa configurazione assicura continuità e coerenza strategica, ma lascia intravedere margini ristretti di apertura.

4 Conclusioni

Che cosa raccontano, in definitiva, le PMI familiari del Mezzogiorno osservate tra il 2020 e il 2024?

Dal punto di vista economico-finanziario, emerge un quadro di resilienza: margini operativi e redditività complessiva si sono mantenuti stabili, la patrimonializzazione è cresciuta e l'indebitamento risulta contenuto. Una base solida, seppur accompagnata da un calo della redditività del capitale proprio, che introduce un elemento di cautela.

La *governance* conserva tratti tradizionali, ma mostra altresì segnali di graduale apertura. La distanza dalle *best practice* resta ampia, ma si rilevano tendenze incoraggianti: l'aumento dei *board* collegiali, una maggiore presenza femminile e l'ingresso, seppur limitato, di nuove generazioni. Sul piano proprietario, prevalgono assetti accentrati e radicati localmente, che garantiscono stabilità e continuità, ma, al tempo stesso, limitano l'apertura verso capitali esterni.

Accanto alla fotografia appena delineata sulle condizioni di apertura al capitale di rischio, appare opportuno discutere anche quelli che sono gli ostacoli più frequentemente incontrati dalle PMI familiari quando valutano l'intrapresa di un percorso di quotazione. A valle delle occasioni di confronto susseguitesi negli anni tra l'Osservatorio e il mondo delle PMI familiari del Mezzogiorno d'Italia, concretizzatesi in interviste, *focus group* e altre rilevazioni effettuate, tra i temi ricorrenti rientrano i costi elevati di quotazione, l'onere di conformarsi a regole più rigide e una cultura aziendale ancora restia a condividere il controllo, sebbene negli ultimi anni non siano mancate iniziative istituzionali volte ad attenuare questi vincoli (decreto-legge 30 dicembre 2023, n. 215).

A ciò si aggiunge un aspetto ancor più rilevante: la quotazione non è solo un passaggio finanziario, ma un percorso di preparazione che richiede sistemi manageriali solidi, procedure di *governance* trasparenti e una squadra di vertice credibile, capace di dialogare con il mercato. La costruzione di una "*equity story*" convincente diventa così parte integrante del processo, in grado di incidere tanto quanto i dati di bilancio (CONSOB, 2025).

Nel complesso, le PMI familiari del Mezzogiorno restano ancorate a modelli tradizionali, ma non mancano segnali – ancora timidi – di evoluzione. La capacità di superare barriere economiche, regolamentari e culturali, unita all'adozione di percorsi di apertura e rafforzamento manageriale, saranno decisivi per determinare se queste imprese sapranno utilizzare il capitale esterno come leva per uno sviluppo di lungo periodo, accorciando le distanze dalla quotazione.



Investitori e strumenti a supporto delle PMI e del mercato dei capitali

Nuove iniziative per il rafforzamento patrimoniale delle PMI attraverso il mercato dei capitali

L. Giannotta

- 1 Introduzione e considerazioni generali
- 2 Iniziative e proposte
- 3 Conclusioni

Risparmio gestito e finanziamento delle PMI: appunti per una politica economica del capitale paziente

A. Rota e R. Morassut

- 1 Sommario
- 2 Gli investitori istituzionali
- 3 Gli strumenti per le famiglie
- 4 Famiglie e capitale paziente: istruzioni per l'uso

PMI e *wealth management*: un'alleanza strategica per la crescita

A. Massari

- 1 Introduzione
- 2 PMI italiane: difficoltà e segnali virtuosi nel nuovo modello di crescita
- 3 *Private banking* e PMI: una relazione di fiducia che crea valore
- 4 La nuova sfida europea: semplificare le regole, rafforzare la crescita

Nuove iniziative per il rafforzamento patrimoniale delle PMI attraverso il mercato dei capitali

L. Giannotta^(*)

1 Introduzione e considerazioni generali

Le Piccole e Medie Imprese (PMI) quotate italiane rappresentano un pilastro fondamentale dell'economia nazionale, contribuendo in modo significativo alla crescita, all'innovazione e all'occupazione. Tuttavia, queste imprese spesso incontrano difficoltà nell'accesso a capitali a lungo termine necessari per il loro sviluppo e consolidamento sul mercato domestico e internazionale.

Le testimonianze degli imprenditori che hanno intrapreso la strada della quotazione spesso lamentano l'assenza di investitori con ottica di medio-lungo periodo, dotati di capitale paziente capace di accompagnare il percorso di crescita dell'azienda. Tutto questo si traduce spesso nel mancato riconoscimento da parte del mercato del reale valore dell'azienda, rendendo di fatto inutile il sostenimento dei costi di quotazione, raramente bilanciati dai reali benefici.

In questo contesto, dopo alcuni buoni – ma non sufficienti – passi avanti fatti, come il «Fondi di fondi» da 350 milioni di euro di Cassa Depositi e Prestiti (CDP), il *Bonus* IPO e la quota Lombardia e Liguria, è possibile pensare a nuove iniziative *ad hoc* per incentivare l'investimento nelle PMI domestiche.

Occorre muoversi nelle direzioni già intraprese da Paesi come Francia, dove nel recente passato sono stati messi a disposizione 3,5 miliardi di euro per le PMI (tra *Caisse des Depots* e *Axa*), Svezia con milioni di risparmiatori coinvolti in prodotti di investimento indirizzati a sostegno delle imprese nazionali (oltre 500 fondi ai quali indirizzare una parte della retribuzione annuale), Spagna con aliquota ridotta per investimenti in PMI, Germania con il 20% delle risorse dei Fondi Pensione investito in imprese domestiche.

L'Italia dispone di una rilevante ricchezza privata – superiore a 5.000 miliardi di euro – e di un sistema previdenziale e assicurativo che amministra circa 1.300 miliardi di risparmio di lungo termine. Tuttavia, tale patrimonio risulta solo marginalmente impiegato a sostegno dell'economia reale nazionale.

(*) Luigi Giannotta, Direttore Generale, INTEGRAR SIM.

2 Iniziative e proposte

È possibile quindi pensare ad alcune iniziative e proposte, che coinvolgano il risparmio (privato, previdenziale, assicurativo) piuttosto che le modalità di gestione dei fondi d'investimento.

Quando si parla di risparmio, giova ricordare che il risparmio privato delle famiglie italiane ammonta a oltre 5.000 miliardi di euro. Di questi, circa 2.200 miliardi sono affidati a gestori professionali (SGR, SIM, Banche), mentre la restante parte è gestita direttamente dai risparmiatori, spesso con scarsa alfabetizzazione finanziaria. Questo determina un'anomala incidenza di risparmio non investito e improduttivo, che permane in liquidità sui conti correnti, a fronte di una percezione di presunta sicurezza non supportata da effettivi e concreti benefici.

Per uscire da tale impasse una soluzione può essere la creazione di incentivi fiscali ai privati per investire in PMI quotate italiane, al fine di potenziare il mercato dei capitali, sostenere l'economia reale e migliorare la redditività degli investimenti. Un quadro fiscale favorevole potrebbe facilitare la transizione verso un modello di investimento maggiormente orientato alla crescita del *Made in Italy*.

Uno strumento efficace nella canalizzazione del risparmio verso l'economia reale è stato rappresentato dai Piani Individuali di Risparmio (PIR), introdotti con la legge 232/2016, che ha recepito *best practice* fiscali già adottate in altri paesi europei.

Dal 2017 al 2021 i PIR hanno raccolto oltre 20 miliardi di euro. Tuttavia, negli anni successivi la raccolta si è contratta, scendendo sotto i 18 miliardi, con effetti negativi sulla liquidità e sulla valorizzazione dei titoli delle PMI quotate.

L'eccessiva rigidità della normativa PIR ha limitato l'attrattività dello strumento in contesti di elevata volatilità quali quelli che hanno caratterizzato gli ultimi tre anni. Sarebbe dunque opportuna una revisione normativa che introduca una nuova struttura di PIR basata su Piani di Accumulo del Capitale (PAC), più flessibile e compatibile con le esigenze dei risparmiatori e in contesti di mercati turbolenti.

L'ipotetica struttura di un nuovo PIR-PAC potrebbe prevedere versamenti fino a un massimo di 100.000 euro annui, con durata minima di 7 anni. Gli strumenti sottostanti potrebbero essere OICR PIR *compliant* (fondi comuni, SICAV/SICAF, ETF) oppure Gestioni Patrimoniali PIR *compliant*. Per chi mantiene lo strumento per almeno sette anni, si potrebbero prevedere incentivi fiscali (alcuni tra l'altro già in vigore) come l'esenzione su *capital gain* e dividendi, e l'esenzione dall'imposta di successione. Altri benefici potrebbero essere rappresentati da un credito di imposta sui versamenti periodici, l'esonero dall'imposta di bollo e una deduzione IRPEF sugli investimenti in PMI innovative.

Per quanto concerne il tema del risparmio previdenziale, giova ricordare che i fondi pensione, includendo tutte le forme previdenziali (obbligatorie e

negoziali), gestiscono oltre 300 miliardi di euro. Questo comparto presenta un orizzonte temporale medio-lungo (oltre 12 anni) ed è caratterizzato da una generazione forzata del risparmio e da una allocazione del patrimonio sul comparto azionario molto simile a quello europeo (circa il 20%) ma da una clamorosa sottoesposizione sistemica al mercato azionario domestico (circa il 2%), a favore di investimenti azionari esteri (circa il 18%).

Al fine di riorientare il risparmio previdenziale verso l'economia reale, diventa fondamentale incidere sulle norme generali che regolano le attività di gestione dei patrimoni dei fondi pensione, e quindi sulla normativa vigente di cui al d.lgs. 252/2005.

A tal proposito si potrebbe prevedere che le risorse dei fondi pensione possano essere gestite anche con finalità di sostegno all'economia reale, destinando una percentuale del proprio attivo a strumenti finanziari quotati sui «Growth Markets» e a fondi PIR ordinari e alternativi. Gli investimenti potrebbero avvenire direttamente (azioni, obbligazioni, bond, convertibili) o indirettamente (quote di OICR, SICAV/SICAF focalizzati su tali asset, quindi PIR *compliant*). Inoltre, si potrebbe proporre l'ampliamento degli investimenti qualificati (attualmente limitati al *venture capital* secondo l'art. 33 della legge 193/2024) alle azioni di PMI quotate e agli OICR *compliant*.

Con riferimento al tema del risparmio assicurativo, le polizze vita rappresentano oggi strumenti finanziari ibridi, con una raccolta complessiva pari a circa mille miliardi di euro.

L'introduzione del regime *Solvency II* ha ampliato le possibilità di investimento delle riserve tecniche verso *asset* più remunerativi. Tuttavia, in Italia, la prudenza gestionale limita l'esposizione azionaria (meno del 5% delle riserve tecniche vita) che resta inferiore ai livelli di altri paesi europei (es. Svezia, Germania, Danimarca e Francia), dove in molti casi supera il 20%. Questo poco comprensibile approccio sta comportando una minor capacità di fornire rendimenti adeguati ai propri assicurati rispetto ai concorrenti europei e riflette, in realtà, una scarsa integrazione sia comunicativa che operativa, tra mondo assicurativo e mercati finanziari.

Peraltro, in alcuni stati europei la legislazione locale ha portato all'introduzione di polizze *unit linked* a forte contenuto azionario (arrivando addirittura agli investimenti in *venture capital*) in cui il rischio di liquidità degli *asset* investiti viene integralmente trasferito sull'assicurato. Nei paesi che hanno favorito la creazione di prodotti di questo tenore, si è riscontrato un consistente afflusso di riserve tecniche sia verso le PMI quotate, sia verso il mondo degli investimenti alternativi quali, appunto, il *venture capital*, con evidenti benefici sul sistema industriale locale e relativi mercati borsistici (Francia).

Si potrebbe pensare di introdurre polizze *unit linked* con esposizione prevalente su titoli quotati su Euronext Growth Milan (EGM), possibilità di sottoscrizione tramite PAC con riduzione dell'importo minimo sottoscrivibile, estensione dei benefici fiscali PIR anche alle *unit linked* collegate a OICR PIR *compliant*.

Più in generale, si potrebbe anche pensare a un rilancio dei Fondi di più piccola dimensione, specializzati in investimenti in piccole-medie aziende. Nel recente passato questa tipologia di Fondi è stata fortemente penalizzata e disincentivata, togliendo di fatto al mercato un polmone che alimentava gli scambi sulle PMI. Diversi fondi che operavano su AIM-EGM hanno terminato l'operatività negli ultimi 2-3 anni, contribuendo in maniera significativa alla contrazione della liquidità del mercato.

Si potrebbe invece pensare a un rilancio di tale categoria, incentivando la raccolta di Fondi con *asset under management* inferiori a un certo importo (i.e. 100 milioni di euro) che investano una quota significativa (ad esempio oltre il 50%) in Small Cap, in particolare quotande e quotate su EGM. La proposta potrebbe riguardare una forte riduzione dei costi di gestione, con un credito d'imposta sul 50% dei costi sostenuti per gestione, *compliance* e *risk management*, nonché sulle commissioni di gestione. I fondi di piccola dimensione si sono sempre dimostrati più adatti a occuparsi di PMI, in quanto gestiti con logiche di attenta analisi fondamentale sui singoli titoli. Per tale tipologia di Fondi si potrebbe anche immaginare, analogamente a quanto previsto in diversi Paesi esteri (ad esempio Francia, Regno Unito e Stati Uniti) una detassazione delle plusvalenze, con un'aliquota decrescente in rapporto al periodo di adesione.

Un'altra proposta potrebbe riguardare il lancio di un nuovo "Fondo di fondi", sulla scia di quello promosso da CDP attualmente in raccolta, ma senza alcuni vincoli burocratici e dimensionali. Ci riferiamo nello specifico ai vincoli sulla *size* gestita minima, sulla possibilità di utilizzare veicoli già esistenti, sulla *size* minima di IPO a cui poter partecipare. In particolare, l'aver fissato (nell'attuale Fondo) la *size* minima di raccolta in aumento di capitale a 10 mln, pare in contrasto con il *track record* del mercato EGM nei suoi primi 15 anni di attività, che ha dimostrato una crescita senza precedenti in termini di numero di operazioni. La maggior parte dei *case study* di successo ha riguardato operazioni con raccolta iniziale sotto i 10 mln, in taluni casi anche nella fascia 3-5 mln.

3 Conclusioni

L'implementazione coordinata delle proposte descritte potrebbe consentire di attivare capitali pazienti italiani per investimenti strutturali nel Paese; rafforzare la patrimonializzazione delle PMI, promuovendo occupazione e investimenti; ridurre la dipendenza dai capitali esteri, contrastando la sistematica cessione (a volte svendita) di asset strategici nazionali.

Una strategia di lungo periodo, basata su strumenti normativi coordinati, è indispensabile per rilanciare la competitività dell'economia reale italiana e garantire uno sviluppo sostenibile e di lungo termine.

Risparmio gestito e finanziamento delle PMI: appunti per una politica economica del capitale paziente

A. Rota e R. Morassut (*)

1 Sommario

Gli investitori istituzionali sono chiamati a contribuire in modo decisivo al finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI), ma il loro impatto è frenato da dimensioni ridotte e scarsa propensione ai mercati illiquidi.

Per superare tali criticità si propone il rilancio dei fondi pensione, con modifiche normative che ne rafforzino il ruolo nel mercato dei capitali e la capacità di sostenere i redditi futuri dei pensionati.

Attraverso strumenti come i Piani Individuali di Risparmio (PIR) e gli *European Long-Term Investment Fund* (ELTIF), anche le famiglie possono contribuire alla diversificazione delle fonti di finanziamento delle PMI.

Per consolidare queste soluzioni è necessario che i *policy maker* garantiscano stabilità normativa, tengano conto della preferenza per la liquidità e assicurino un'adeguata diversificazione del rischio.

Occorre inoltre evitare che la promozione dei titoli di Stato sottragga risparmio privato alle imprese, continuando al contempo a investire in educazione finanziaria e qualità delle reti di distribuzione.

2 Gli investitori istituzionali

Gli investitori istituzionali svolgono un ruolo centrale nel promuovere il finanziamento di mercato delle PMI. Il loro orientamento al lungo termine, specie di quelli di natura previdenziale, si adatta alla durata e all'illiquidità tipiche degli investimenti a sostegno di queste imprese.

Tuttavia, in Italia questo potenziale appare ancora poco sviluppato. Una prima criticità riguarda il limitato sviluppo dimensionale del settore istituzionale, come

(*) Alessandro Rota, Direttore Ufficio Studi, Assogestioni;
Riccardo Morassut, Senior Research Analyst Ufficio Studi, Assogestioni.

mostrano le statistiche internazionali, dove l'Italia occupa da tempo posizioni arretrate (Tabella 1).

Tabella 1 – Investitori istituzionali a confronto nei paesi europei
 (attività in miliardi di euro e in percentuale del PIL; anno 2024)

Paese	Assicurazioni e forme di previdenza	
	€ Mld	% PIL
Italia	1.340	61%
Germania	3.216	74%
Francia	3.055	105%
Regno Unito	5.210	151%

Fonte: Banca d'Italia, Eurostat, Ocse, Ons.

Un'ulteriore difficoltà emerge dall'analisi dei portafogli: nonostante alcune eccezioni e i numerosi annunci degli ultimi anni, la quota di risorse effettivamente destinata al finanziamento delle PMI, soprattutto non quotate e di piccole dimensioni, resta modesta (Tabella 2).

Per una riforma della previdenza complementare

Tra gli investitori istituzionali, le forme previdenziali rivestono un ruolo chiave per lo sviluppo del mercato dei capitali. Dalla loro crescita dipende la possibilità di centrare il duplice scopo di sostenere l'economia e garantire adeguata copertura previdenziale ai futuri pensionati.

Ciò richiede l'avvio di una nuova stagione di rilancio dei fondi pensione, con modifiche normative volte a superare sia l'insufficiente sviluppo dimensionale sia l'inefficiente composizione di portafoglio. In questo quadro, ispirandosi a esperienze internazionali e alle recenti normative europee sui prodotti pensionistici, Assogestioni (2024) ha formulato alcune proposte basate su sei elementi chiave:

1. aumento delle adesioni e nuove risorse: rafforzare il meccanismo di adesione automatica ai fondi pensione.
2. prestazioni adeguate nel lungo termine: superare la centralità del comparto garantito e introdurre tecniche di mitigazione del rischio per l'opzione di default.
3. concorrenza di mercato: garantire la piena portabilità del contributo del datore di lavoro.
4. sblocco del potenziale di investimento: rivedere i limiti per i fondi pensione, in particolare sui fondi alternativi.

5. maggiore flessibilità in uscita: ampliare le opzioni di erogazione delle prestazioni, consentendo riscatto totale o prelievi parziali.
6. incentivi fiscali: rivedere tassazione e deducibilità e passare dal principio di maturazione a quello di cassa per la tassazione dei rendimenti.

3 Gli strumenti per le famiglie

Tra le soluzioni di investimento che l'industria del risparmio gestito offre alle famiglie per la gestione dei propri risparmi, i PIR e gli ELTIF rappresentano le categorie di prodotto più orientate al finanziamento dell'economia reale.

I piani individuali di risparmio

Lanciati nel 2017¹ e accolti con interesse dai risparmiatori, i PIR rappresentano oggi circa 20 miliardi di euro, investiti soprattutto nei mercati azionari e obbligazionari *corporate* italiani (Tabella 2). A fine 2024 i fondi PIR attivi sono 100: 76 ordinari e 24 alternativi.

Tabella 2 – Investitori istituzionali italiani e Fondi PIR/ Eltif
(attività in miliardi di euro e investimenti in percentuale; anno 2023)

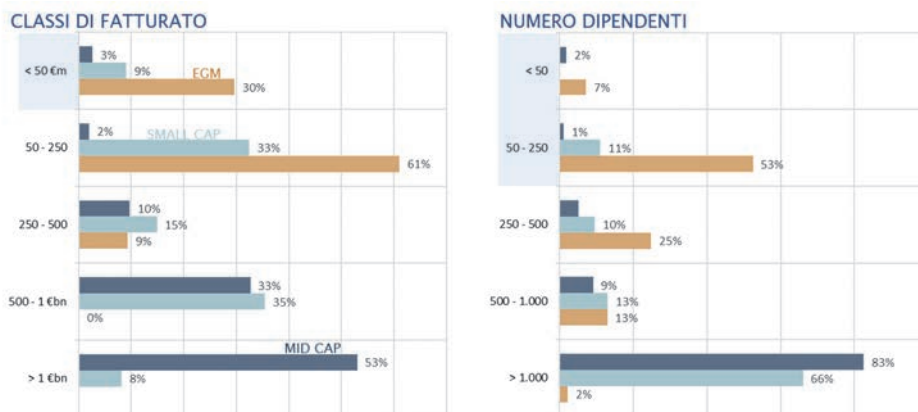
	Investimenti in Italia				
	Attivi (mld €)	Obbligazioni corporate	Titoli di stato	Azioni quotate	Azioni non quotate
Assicurazioni	1.005	2,4%	24,0%	0,9%	0,2%
Forme di previdenza	306	1,9%	11,1%	6,1%	0,4%
fondi Pir & Eltif	20	34,7%	1,5%	40,5%	6,5%

Fonte: Assogestioni, Banca d'Italia, Covip, Ivass.

In otto anni i PIR ordinari hanno rafforzato la solidità delle imprese italiane facilitandone l'accesso al capitale. Hanno incrementato la liquidità del segmento Euronext Growth Milan (EGM), incidendo per il 7-9% sul flottante, con effetti simili sugli indici Small Cap e Mid Cap. Hanno inoltre superato i livelli minimi normativi, destinando il 50% del 70% investito in emittenti italiani al di fuori del Ftse Mib (contro il 25% richiesto), e il 16% al di fuori sia da Ftse Mib sia da Mid Cap (rispetto al 5% minimo richiesto). L'investimento complessivo nel flottante EGM è di circa 160 milioni (dicembre 2024), concentrato su imprese di piccola dimensione: il 30% con fatturato sotto i 50 milioni e il 60% con meno di 250 dipendenti (Figura 1). Circa il 30% delle società finanziate appartiene al settore industriale.

1 Legge 11 dicembre 2016, n. 232, art. 1, commi 100-114.

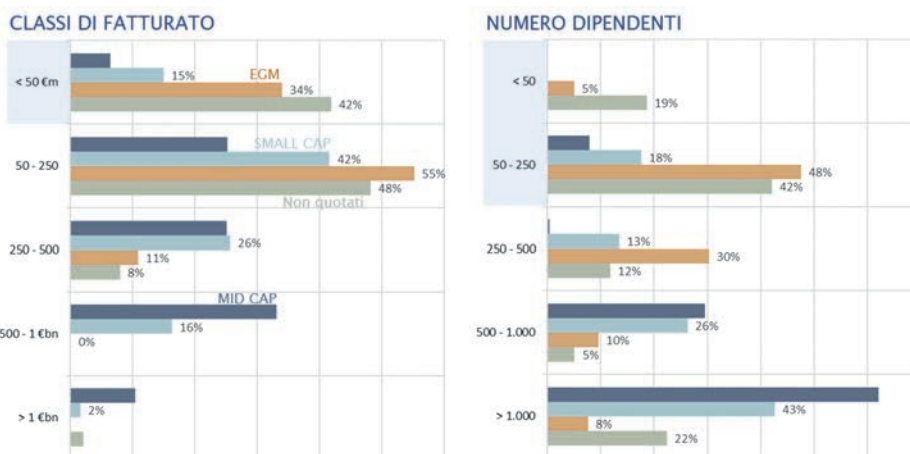
Figura 1 – PIR ordinari: investimenti azionari per indici, classi di fatturato e numero di dipendenti
 (anno 2024; valore percentuale)



Fonte: Assogestioni (2025b).

I PIR alternativi, pur più contenuti, sono in crescita: da 1,7 miliardi a fine 2023 a 2,4 miliardi nel 2024, con il 90% delle risorse destinate a società non quotate. Tra queste il 42% ha fatturato sotto i 50 milioni e il 48% tra 50 e 250 milioni. Tra le società dell'EGM, il 34% ha fatturato sotto i 50 milioni e il 55% tra 50 e 250 milioni (Figura 2). Complessivamente, gli investimenti ammontano a circa 1,4 miliardi, di cui il 90% in PMI non quotate o quotate su EGM.

Figura 2 – PIR alternativi: investimenti azionari per indici, classi di fatturato e numero di dipendenti
 (anno 2024; valore percentuale)



Fonte: Assogestioni (2025b).

Sul fronte degli investitori, 700 mila italiani hanno sottoscritto fondi PIR, con un investimento medio di 20.700 euro (fine 2024).

I dati confermano l'efficacia dei PIR nel sostenere la crescita delle PMI, migliorandone l'accesso al capitale e incrementando la liquidità dell'EKM.

In prospettiva, il rafforzamento del mercato PIR potrà favorire ulteriormente la crescita, l'innovazione e l'internazionalizzazione delle PMI italiane. Un quadro normativo favorevole resta decisivo per incentivare nuovi investitori e consolidare il ruolo dei PIR come pilastro del finanziamento alle imprese.

I fondi di investimento europei a lungo termine

Gli ELTIF sono strumenti finanziari introdotti a livello comunitario per mobilitare capitali verso progetti di lungo termine e sostenere la crescita economica. Rivestono particolare importanza per le PMI, offrendo un canale di finanziamento alternativo al credito bancario. Introdotti dal legislatore europeo nel 2015 e riformati nel 2023² gli ELTIF investono in infrastrutture, immobili, innovazione tecnologica e, soprattutto, nel finanziamento diretto alle PMI. Il mercato italiano è tra i più dinamici e il secondo in Europa dopo la Francia, con un volume stimato di 4,7 miliardi di euro e 50 fondi collocati presso il pubblico *retail*. Circa la metà (24 fondi) sono PIR alternativi, con un volume di circa tre miliardi di euro a fine 2024. Gli ELTIF in versione PIR rappresentano dunque una risorsa preziosa per le PMI italiane, candidandosi a diventare un ulteriore pilastro del loro finanziamento a lungo termine.

4 Famiglie e capitale paziente: istruzioni per l'uso

Attraverso strumenti come PIR ed ELTIF le famiglie possono fornire un contributo importante alla diversificazione delle fonti di finanziamento delle PMI. Affinché ciò si consolidi, i *policy maker* devono tener conto delle lezioni emerse dall'esperienza del mercato dei PIR.

La prima è più importante è quella di assicurare che la disciplina dei prodotti di investimento a lungo termine (ma non solo) sia il più possibile stabile. Si tratta di una condizione essenziale per consentire che gli investimenti in innovazione di prodotto da parte delle società di gestione possano mantenere vivo e focalizzato l'interesse degli investitori.

A questo proposito risulta particolarmente istruttiva, in negativo, la vicenda delle modifiche subite dalla disciplina dei PIR nel corso del 2019. All'inizio di quell'anno, furono introdotti alcuni vincoli di investimento più restrittivi rispetto a quelli originali, immediatamente rivelatisi incompatibili con la struttura dei fondi PIR *compliant* all'epoca presenti sul mercato (prodotti aperti). Nel giro di

2 Regolamento (UE) n. 2015/760 relativo agli Eltif modificato dal regolamento (UE) 2023/606

poco tempo ciò portò a un sostanziale azzeramento della raccolta. Alla successiva rimozione di questi vincoli (attraverso una rimodulazione entrata in vigore all'inizio del 2020) non ha tuttavia fatto seguito una ripresa dei flussi di risparmio.

La seconda lezione che ci viene dal mercato dei PIR è la diffusa preferenza per la liquidità degli investimenti da parte degli investitori individuali. Ne è testimone la circostanza che la totalità dei PIR ordinari oggi presenti sul mercato sia rappresentata da fondi aperti. Il livello di sviluppo dei PIR alternativi (chiusi), nonostante i più generosi limiti di investimento, è ancora contenuto.

Questa preferenza va sempre tenuta ben presente per evitare la formazione di aspettative poco realistiche, come talvolta è accaduto, in relazione al quanto, per il tramite dei fondi comuni, il contributo delle famiglie al finanziamento delle imprese si possa spingere nel segmento dei titoli poco liquidi e del non quotato (*private assets*).

Rimanendo in tema di aspettative poco realistiche da evitare, un terzo suggerimento può essere ricavato a partire dall'osservazione dell'appiattimento della curva di sviluppo dei PIR nel corso degli ultimi anni. Tale fenomeno, oltre che come l'esito del cambiamento normativo del 2019, può essere spiegato notando che, in quanto prodotti con quasi esclusiva esposizione al rischio *corporate* italiano, per evidenti ragioni di efficienza del portafoglio (diversificazione del rischio) sarebbe poco plausibile aspettarsi che il relativo peso nell'ambito di un portafoglio "medio" (oggi meno del 2%) possa discostarsi troppo da quella che, in prospettiva storica, è stata l'incidenza dei fondi appartenenti alla categoria azionari Italia, che negli ultimi dieci anni non è mai andata oltre l'1%.

A questo proposito è utile ricordare che il peso modesto dei fondi specializzato nel segmento italiano sul totale dei fondi è il risultato di due fondamentali circostanze: il peso, altrettanto modesto, della nostra Borsa Valori sul mercato azionario globale da una parte; dall'altra la tradizionale avversione al rischio di una parte importante della clientela *retail/mass-affluent*, in gran parte servita dagli sportelli bancari.

In questo contesto ogni iniziativa di sviluppo del nostro mercato dei capitali deve tenere conto di questo sistema di vincoli che, almeno nel breve termine, devono essere considerati esogeni. Vincoli la cui forzatura rischierebbe di danneggiare l'interesse degli investitori, soprattutto di quelli più piccoli, senza stimolare uno sviluppo sostenibile del nostro sistema finanziario.

Come quarta lezione, sempre in tema di scelte di portafoglio, e gettato uno sguardo al contesto competitivo, viene naturale interrogarsi se e quanto l'attività di collocamento di titoli del debito pubblico presso le famiglie – attività che negli ultimi tempi ha ripreso particolare vigore – sia coerente con (e non vada piuttosto a frenare) gli sforzi che i *policy maker* chiedono ai professionisti della gestione di fare da ponte per convogliare i risparmi di queste stesse famiglie verso le PMI italiane.

Ultimo, ma solo in ordine di esposizione, il tema dell'incentivo fiscale. È opinione diffusa che esso abbia rappresentato per gli investitori individuali nei PIR uno degli elementi di maggiore attrattività. Il ricorso alla leva fiscale con il fine di stimolare comportamenti ritenuti meritevoli dal legislatore (in questo caso l'investimento nel tessuto produttivo italiano) si inserisce nell'alveo di esperienze analoghe, più o meno recenti, che si possono ritrovare in diversi paesi, in Europa come oltre Atlantico. In tutti i casi la risposta delle famiglie è stata positiva, soprattutto nella prima fase di introduzione degli incentivi. Ciò, tuttavia, non deve far dimenticare che l'eccessiva focalizzazione sull'incentivo può far correre il rischio di mettere in secondo piano le caratteristiche strutturali, quali il profilo di rischio/rendimento e l'orizzonte temporale che caratterizzano lo strumento a cui è attribuito il vantaggio fiscale.

A questo proposito i deflussi registrati in tempi relativamente recenti nel mercato dei PIR sono probabilmente legati alla maturazione dei termini di detenzione per avere diritto all'esenzione d'imposta in relazione agli investimenti effettuati nei primi anni di lancio di questi prodotti. Ciò sembrerebbe indicare che in varie circostanze essi sono stati proposti agli investitori più come fondi con scadenze ben precise, legate all'incentivo fiscale, piuttosto che come forme di investimento di lungo termine nel tessuto produttivo nazionale.

Emerge pertanto, come quinta e ultima lezione, l'importanza di continuare a investire sull'educazione finanziaria degli investitori, così come sulla qualità delle reti di distribuzione. In modo da assicurare che anche i prodotti di investimento specificatamente progettati per il finanziamento del *Made in Italy*, siano inseriti all'interno di un portafoglio adeguatamente diversificato e possano fornire buone prospettive reddituali sull'orizzonte temporale di medio-lungo termine a loro più consono.

PMI e *wealth management*: un'alleanza strategica per la crescita

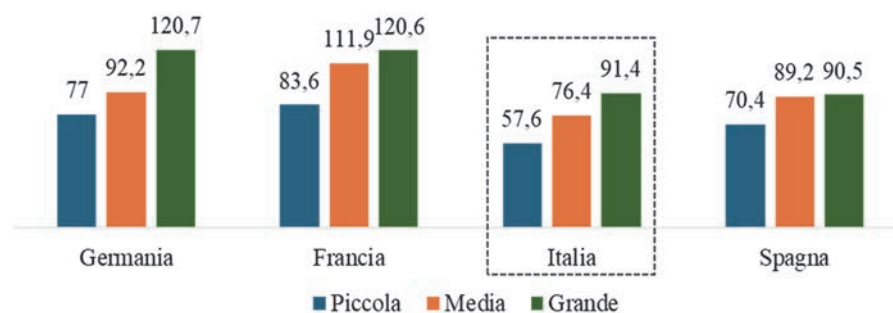
A. Massari (*)

1 Introduzione

La crescita delle piccole e medie imprese rappresenta oggi una priorità strategica per il futuro del nostro Paese e dell'Europa. In un contesto caratterizzato da rallentamenti economici, tensioni geopolitiche e profonde trasformazioni industriali, le imprese italiane si trovano di fronte a una sfida cruciale: rafforzare produttività e competitività attraverso investimenti significativi in innovazione, tecnologia e capitale umano. Il successo di questa transizione sarà determinante non solo per la tenuta del tessuto economico nazionale, ma anche per il posizionamento dell'Italia nei nuovi equilibri economici europei e globali.

Il confronto con i nostri principali partner europei restituisce un divario evidente: il valore aggiunto per addetto in Italia si ferma a 57.600 euro, contro oltre 83.000 in Francia e 92.000 in Germania¹ (Figura 1). È l'immagine di un sistema produttivo ricco di eccellenze, ma ancora frammentato e caratterizzato da una prevalenza di micro e piccole realtà.

Figura 1 – Valore aggiunto per addetto delle piccole, medie e grandi imprese in Italia e nei paesi competitor in Europa
(migliaia di euro; 2022 o ultimo anno disponibile)



Fonte: Elaborazione Teha Club Ambrosetti su dati su dati OECD e AIDA, 2024.

(*) Antonella Massari, Segretario Generale, Associazione Italiana Private Banking (AIPB).

1 Fonte: AIPB (2025), Contributo alla consultazione pubblica del Ministero del Made in Italy sul Libro verde dedicato alla nuova Strategia di politica industriale per l'Italia

Per continuare a crescere, queste imprese devono compiere un salto di scala, superando i tradizionali motori di sviluppo – come la qualità dei manufatti, il controllo dei costi e l’ottimizzazione dei processi – abbracciando con decisione nuovi driver di crescita: ricerca e sviluppo, adozione di tecnologie avanzate, percorsi di aggregazione e, soprattutto, apertura del capitale a investitori professionali, sia nei mercati pubblici sia nei mercati privati.

Perché questo cambiamento si realizzi serve un modello di crescita nuovo, capace di affiancare al credito bancario strumenti in grado di attrarre capitali pazienti e di lungo periodo, indispensabili per accompagnare processi di innovazione e consolidamento industriale. È in questo spazio che il *private banking* e il *wealth management* possono giocare un ruolo decisivo: orientando il risparmio delle famiglie verso l’economia reale con una prospettiva di lungo termine, così da assicurare una domanda stabile e strutturale di titoli di capitale e di debito, e sostenendo gli imprenditori nei loro percorsi di crescita.

Questa è una delle grandi sfide del nostro tempo: trasformare la vitalità e l’ingegno del tessuto imprenditoriale italiano in un motore di crescita sostenibile, competitivo e capace di guardare lontano.

2 PMI italiane: difficoltà e segnali virtuosi nel nuovo modello di crescita

Il nuovo paradigma europeo, incentrato su innovazione e rafforzamento delle filiere strategiche, rappresenta per le PMI italiane una sfida ma anche un’opportunità. Il tessuto produttivo del Paese combina tratti virtuosi e criticità strutturali: flessibilità, specializzazione e radicamento territoriale da un lato; ridotta dimensione, bassa produttività e limitata propensione a innovare dall’altro.

Alcune delle criticità sono emerse anche dall’Osservatorio Imprenditori di AIPB, avviato nel 2024 per analizzare e comprendere le prospettive degli imprenditori italiani sui temi della crescita e della *governance*. I risultati mostrano come solo l’8% degli imprenditori preveda una crescita significativa nei prossimi tre anni; due su tre pianifichino su un orizzonte limitato a un anno; e come i *driver* di sviluppo restino prevalentemente legati alla gestione ordinaria (50%), mentre ricerca, innovazione e operazioni straordinarie abbiano un peso ancora marginale (rispettivamente 22% e 6%). Anche sul fronte del finanziamento la situazione appare sbilanciata: il 39% si affida al credito bancario e il 44%

all'autofinanziamento, mentre strumenti alternativi – *private equity*, *venture capital*, *minibond*, *club deal* – sono ancora poco conosciuti da oltre metà degli imprenditori².

Eppure, emergono segnali incoraggianti. Le imprese che diversificano le fonti di capitale ottengono risultati migliori: minori oneri finanziari e maggiore capacità di investimento³, come dimostrano i risultati di una ricerca condotta da Prometeia per AIPB riportati nella Tabella 1. Questi dati confermano che ridurre la dipendenza dai canali tradizionali e aprirsi a forme di finanziamento diversificate è la strada necessaria per rafforzare la crescita dimensionale e la capacità innovativa.

La direzione è quindi duplice: valorizzare i punti di forza tipici delle PMI italiane – flessibilità, creatività e legame con i territori – e al tempo stesso superarne i limiti con un rafforzamento della *governance* e del patrimonio. È in questa traiettoria che si inserisce il ruolo del *private banking* come alleato strategico per la crescita.

Tabella 1 – Risultati campione PMI ad alta incidenza finanziamento non bancario

indicatore	cosa misura	campione PMI
incidenza finanziamento non bancario a lungo termine	finanziamento diversificato	30%
valore aggiunto su costo del lavoro (2019-2023)	produttività	1,93%
investimenti in capitale fisso su valore produzione (media 2019-23)	investimenti	8,7%
fatturato (var media 2014-23)	crescita	5,4%
EBITDA (media 2014-23)	redditività	15,5%
ROI (media 2014-23)	redditività	13,5%
patrimonio netto su totale passivo (2023)	sostenibilità	57%
oneri finanziari su EBITDA (2023)	sostenibilità	3,9%

Fonte: Prometeia per AIPB.

2 Fonte: AIPB, Doxa (2024), Osservatorio imprenditore

3 Fonte: AIPB (2025), Contributo alla consultazione pubblica del Ministero del Made in Italy sul Libro verde dedicato alla nuova Strategia di politica industriale per l'Italia. Ricerca realizzata da Prometeia per AIPB basata sull'analisi di bilancio di 800 PMI manifatturiere, che si caratterizzano per un'incidenza del finanziamento non bancario a lungo termine attorno al 30% (contro il 3% medio delle PMI).

3 *Private banking* e PMI: una relazione di fiducia che crea valore

Per sostenere questo percorso di crescita, il *private banking* può svolgere un ruolo strategico su due fronti: da un lato, convogliare il risparmio privato verso investimenti capaci di trasformarlo in capitale produttivo; dall'altro, accompagnare le PMI nel salto evolutivo fatto di crescita dimensionale, innovazione e apertura ai mercati, diventando un partner stabile e di lungo periodo per gli imprenditori.

Gli imprenditori rappresentano infatti il 23% della clientela⁴ e generano il 30% delle masse⁵; il rapporto con il private banker dura in media 11 anni, con circa 14 incontri all'anno, e si fonda su un livello di fiducia elevatissimo: il 97% dichiara di avere piena fiducia nel proprio consulente e l'81% riconosce di aver accresciuto le proprie competenze finanziarie grazie a questo rapporto⁶. Questa relazione costante consente non solo di proteggere e valorizzare il patrimonio familiare, ma anche di accompagnare le imprese nei loro percorsi di consolidamento, innovazione e apertura ai mercati.

Sul fronte delle famiglie, la consulenza *private* guida la trasformazione del risparmio in capitale produttivo, aiutando gli investitori a orientarsi verso soluzioni più diversificate e di lungo periodo. In Italia la ricchezza finanziaria investibile privata ammonta a circa 3.700 miliardi di euro, di cui il 30% è gestito dal *private banking*⁷: un bacino che rappresenta una leva fondamentale per sostenere la crescita delle imprese e dei mercati finanziari.

Questa capacità di mobilitare risorse emerge chiaramente guardando all'allocazione del patrimonio: nei portafogli private la liquidità rappresenta il 13%, contro il 50% della media delle famiglie italiane, mentre l'esposizione azionaria raggiunge il 30%, contro appena il 10% nel resto delle famiglie⁸ (Figura 2).

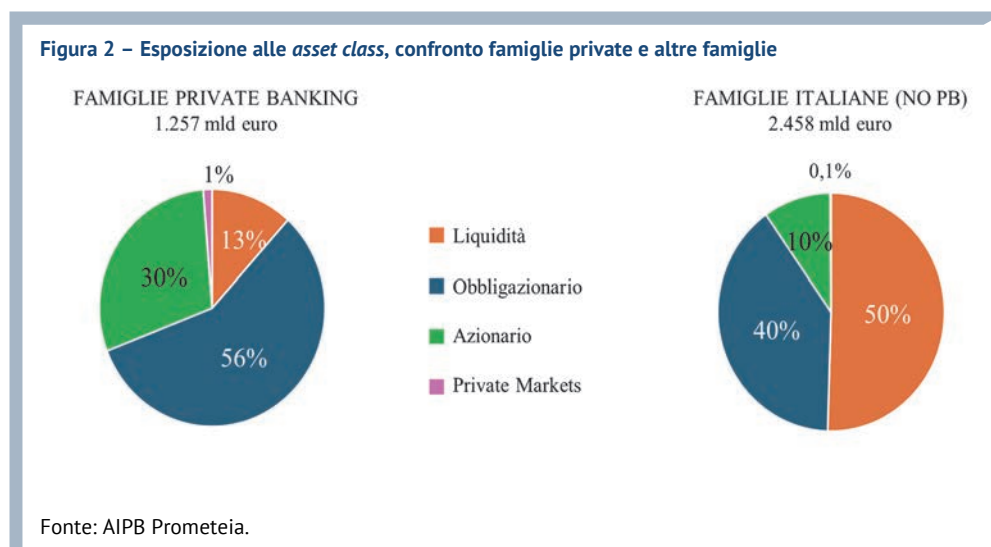
4 Fonte AIPB (2006-2024), Osservatorio sulla clientela *private* in Italia.

5 Fonte AIPB (2024), Analisi del mercato servito dal *private banking* in Italia.

6 Fonte AIPB (2006-2024), Osservatorio sulla clientela *private* in Italia.

7 Fonte Prometeia per AIPB.

8 Fonte AIPB, Prometeia (2024).



Secondo un recente studio condotto da AIPB in collaborazione con Politecnico di Milano e Intermonte, anche l'impatto sull'economia reale è una prova concreta del contributo della consulenza private: a fine 2024, la ricchezza finanziaria investita in imprese domestiche dai clienti private era pari a 168 miliardi di euro (Tabella 2), in crescita del 39% rispetto al 2018. Guardando al contributo complessivo delle famiglie italiane, pari a 256 miliardi di euro, le famiglie private ne rappresentano il 65%: una quota che evidenzia come le famiglie private rappresentino un segmento su cui poggiare le strategie di crescita del Paese grazie alla disponibilità di patrimoni consistenti, orientati al lungo periodo e una maggiore capacità di sostenere il rischio.

Anche guardando più nello specifico il perimetro delle azioni quotate, il fenomeno si conferma: l'82% delle azioni possedute dalle famiglie italiane è concentrato nei portafogli *private*⁹, mentre nei *private markets* la quota raggiunge il 99%, per un totale di 11 miliardi di euro¹⁰. Si tratta di numeri che confermano come il *private banking* non sia soltanto un canale di investimento, ma un attore rilevante per la capitalizzazione delle imprese italiane e per la crescita di mercati più profondi e dinamici.

9 Fonte Politecnico di Milano, Intermonte, AIPB, (2025) Quaderno di ricerca, Economia reale e Private Banking cosa è cambiato in Italia negli ultimi anni

10 Fonte AIPB (2025), L'offerta di Private Markets nel Private Banking e in Italia.

Tabella 2 – Economia reale e Private Banking
 (dati in mld euro)

	famiglie italiane (escluse riserve tecniche e investimenti in società non quotate)			famiglie <i>private banking</i>		
	31/12/2018	31/12/2024	Var%	31/12/2018	31/12/2024	Var%
investimento integrato in economia reale italiana	421	256	-39%	121	168	+47%
azioni quotate italiane	32	40	+25%	20	33	+65%

Fonte: Intermonte, Politecnico, AIPB (2025) Quaderno di ricerca Economia reale e Private Banking cosa è cambiato in Italia negli ultimi anni.

L'impegno per il futuro è far salire di livello questa alleanza strategica tra *private banking* e PMI. Oltre a mobilitare risorse, occorre rafforzare il legame tra capitale e progettualità imprenditoriale, accompagnando le imprese in percorsi di crescita dimensionale, innovazione e apertura ai mercati internazionali. Attraverso un dialogo stabile e fiduciario, il *private banking* può supportare gli imprenditori nell'individuare strumenti finanziari adeguati, favorire l'accesso a capitali pazienti e facilitare operazioni straordinarie, aiutandoli così a colmare il divario con i competitor europei. In questo modo, la relazione tra famiglie e imprese mediata dal *private banking* può trasformarsi in un motore strutturale di sviluppo, capace di rafforzare la competitività del sistema produttivo e di sostenere una crescita più solida e di lungo periodo per il Paese.

4 La nuova sfida europea: semplificare le regole, rafforzare la crescita

Le evidenze raccolte confermano come il *private banking*, attraverso il risparmio delle famiglie e il sostegno agli imprenditori, stia già contribuendo in modo concreto alla crescita dell'economia reale e al rafforzamento dei mercati finanziari domestici. Perché questo potenziale possa esprimersi appieno, servono però condizioni più favorevoli: mercati finanziari più profondi, un ecosistema dell'innovazione più dinamico e una normativa capace di sostenere gli investimenti di lungo periodo.

Guardando in prospettiva, e consapevoli di uno scenario globale in profonda trasformazione, gli Stati Uniti continueranno a puntare su *deregulation* e innovazione tecnologica come principali leve di competitività, mentre l'Europa non potrà fare affidamento unicamente sulla spesa pubblica¹¹. Per garantire una crescita sostenuta e creare le condizioni favorevoli richiamate in precedenza, sarà indispensabile attivare i capitali privati, a partire dal risparmio delle famiglie, attraverso un processo che richiede un rinnovamento dei modelli di *governance* e regolamentazione per costruire un sistema capace di coniugare competitività e trasparenza, efficienza e tutela, semplificazione e affidabilità.

La regolamentazione finanziaria offre un esempio chiaro e attuale: nata per rispondere alle crisi del passato, ha avuto il merito di rafforzare la tutela dell'investitore e di rendere i mercati più solidi e resilienti. Oggi, però, serve una nuova fase affinché il risparmio privato possa partecipare più attivamente al mercato dei capitali, con regole più semplici che sappiano garantire protezione ma anche favorire una partecipazione più ampia e consapevole degli investitori.

In questo quadro diventa cruciale intervenire sui modelli di tutela dell'investitore: renderli più flessibili e proporzionati alle diverse tipologie di clientela permetterebbe di coinvolgere in modo più efficace segmenti come le famiglie private, che hanno il potenziale per contribuire in misura significativa agli investimenti di lungo periodo. Su questo fronte AIPB è impegnata da tempo, con l'obiettivo di facilitare l'accesso a strumenti come l'*equity*, i fondi ELTIF 2.0 e i FIA riservati. Differenziare i gradi di tutela consentirebbe infatti di mobilitare più risorse verso l'economia reale, rafforzando la competitività e la dinamicità dei mercati pubblici e privati.

11 Fonte AIPB (2025), AIPB Outlook, un mondo di nuovi equilibri.



Voce agli imprenditori

Voce agli imprenditori:
focus su alcuni casi di *delisting*
L. Giannotta e P. Gubitta

- 1 Introduzione
- 2 Altea Green Power SpA
- 3 FOS SpA
- 4 NVP SpA
- 5 PLT Energia SpA
- 6 Renergetica SpA
- 7 Nice Footwear SpA
- 8 Conclusioni

Voce agli imprenditori: focus su alcuni casi di *delisting*

L. Giannotta e P. Gubitta (*)

1 Introduzione

Al fine di comprendere le dinamiche che regolano l'accesso e la permanenza sui mercati dei capitali, è fondamentale integrare la voce diretta degli imprenditori che hanno vissuto in prima persona l'esperienza della quotazione, del passaggio tra mercati (*translisting*) o dell'uscita dal mercato (*delisting*).

Le testimonianze raccolte nella presente sezione hanno l'obiettivo di offrire un contributo prezioso per cogliere le complessità, le sfide e le opportunità che caratterizzano il percorso di avvicinamento e permanenza sui mercati finanziari. Attraverso una selezione mirata di casi significativi, sono state condotte interviste in profondità con imprenditori che hanno vissuto esperienze diverse: dalla prima quotazione al passaggio da un mercato all'altro, fino alla decisione strategica di *delisting*. I principali casi sono stati identificati con il supporto di INTEGRAE SIM e analizzati secondo una metodologia qualitativa strutturata, con l'obiettivo di far emergere le principali *lessons learned* lungo l'intero ciclo di vita della presenza sul mercato.

Le interviste permettono di illuminare aspetti che l'analisi quantitativa non può catturare: le motivazioni strategiche alla base delle decisioni, gli ostacoli incontrati e le soluzioni adottate, il ruolo della *governance* e del *management*, l'impatto sui rapporti con gli *stakeholder* e, non da ultimo, le implicazioni organizzative e culturali del percorso di quotazione. Tali elementi costituiscono un patrimonio di conoscenza fondamentale non solo per comprendere il fenomeno nella sua complessità, ma anche per formulare indicazioni di *policy* basate sull'evidenza pratica al fine di facilitare l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali e migliorare le condizioni di permanenza.

Le testimonianze che seguono rappresentano quindi un complemento essenziale all'analisi dell'Osservatorio, offrendo spunti di riflessione operativi per *policy maker*, operatori di mercato e, soprattutto, per quegli imprenditori che stanno valutando o affrontando il percorso verso i mercati dei capitali.

(*) Luigi Giannotta, Direttore Generale, INTEGRAE SIM;
Paolo Gubitta, Professore Ordinario di Organizzazione Aziendale, Università degli Studi di Padova, e Direttore Scientifico del *Centro di Competenza Imprenditorialità e Imprese Familiari* e dell'*Executive Master per Imprenditori*, CUOA Business School.

2 Altea Green Power SpA

Nome dell'intervistato e carica ricoperta: Giovanni Di Pascale (Presidente e CEO)
Sede legale: Corso Re Umberto 8, Torino (TO)
Sede operativa: Via Chivasso 15/A, Rivoli (TO)
Settore di riferimento: Energy & Utilities
Data di quotazione: 01/02/2022
Data di *translisting*: 18/11/2024
Valore di quotazione: 19,39 milioni di euro
Valore di *translisting*: 123,61 milioni di euro
N° dipendenti alla quotazione: 18

2.1 Focus sul *translisting*

La motivazione principale è stata la volontà di attrarre investitori e clienti più qualificati e istituzionali. Questi ultimi prediligono le società quotate sul mercato principale visti i maggiori requisiti di *compliance*, più stringenti rispetto a quelli, più «light», del mercato Euronext Growth Milan (EGM).

Oltre a questo, per Altea c'è stata una forte motivazione legata al *business*. Lavorando prevalentemente con controparti estere, spesso fondi di investimento di grandi dimensioni, il passaggio al Segmento Titoli con Alti Requisiti (STAR) è stato visto come un modo per accrescere la propria *compliance* e credibilità nei confronti dei fondi. La platea di investitori dopo il *translisting* è leggermente più diversificata e attenta, con alcuni fondi istituzionali entrati nel capitale. Ad ogni modo, la società registrava già un buon volume di scambi sul mercato EGM.

Il passaggio al mercato principale ha conferito un *appeal* commerciale diverso e più significativo, permettendo di avere interlocuzioni con soggetti più grandi con maggiore forza contrattuale. Sebbene esistessero già forti rapporti con fondi e grandi realtà anche in precedenza, si ritiene che nel medio-lungo periodo si potranno vedere ancora più significativi frutti commerciali di questa operazione. Tra i benefici immediati, invece, è da annoverare un miglioramento del rapporto con le banche e una maggiore facilità di accesso al credito.

Per quanto riguarda le differenze in termini di costi tra EGM e STAR, escludendo costi discrezionali come le coperture (*equity research*), si stima un aumento dei costi nell'intorno dei 200 mila euro annui, relativi al rafforzamento della struttura interna tramite l'assunzione di nuovo personale amministrativo, l'ampliamento del Consiglio di amministrazione da cinque a sette membri e l'aggiornamento dei sistemi informatici.

A posteriori, si rifarebbe lo stesso percorso, forse prendendo però in considerazione anche altre piazze di quotazione fuori dall'Europa (come il mercato americano). Nonostante il passaggio al listino principale e l'accesso a

una platea più ampia di investitori, permane infatti un tema di sottovalutazione del titolo, problema abbastanza comune sui mercati europei. L'idea del *translisting* è nata da un confronto interno con tutto il *team* manageriale, non imposta dall'azionista di riferimento. Tra le varie opzioni, che comprendevano anche il *delisting*, i soggetti coinvolti hanno optato per il passaggio al segmento STAR, puntando a una platea più ampia di interlocutori. La decisione finale è stata presa internamente, senza influenze da parte di organi di stampa o altri soggetti esterni.

2.2 Focus sul *listing* e sull'esperienza di quotazione

L'intuizione imprenditoriale ha avuto un ruolo determinante nella scelta della quotazione come mezzo per accelerare la crescita, con ottica di lungo periodo.

Prima dell'ammissione alla quotazione, non c'era stata alcuna esperienza con il mercato dei capitali (es. *minibond*, *private equity*, ecc.). Quella dell'EGM è stata la prima esperienza; l'idea era nata dal suggerimento di un *advisor* incaricato di cercare possibili strategie per accelerare il percorso di crescita.

Il percorso di Altea Green Power su EGM ha evidenziato diversi vantaggi e alcune difficoltà, nella fase di IPO come nella successiva permanenza. In primo luogo, l'introduzione delle procedure richieste dal mercato ha favorito una crescita interna significativa: il *know-how* aziendale si è arricchito e la struttura si è rafforzata. La possibilità di far crescere le persone all'interno dell'organizzazione è infatti uno degli obiettivi principali della quotazione. Un altro beneficio importante ha riguardato il rapporto con le banche. La quotazione ha consentito di ottenere uno *standing* creditizio migliore rispetto a una società non quotata, anche se non ancora ai livelli raggiunti successivamente con il passaggio al segmento STAR. Infine, la quotazione ha generato un vantaggio anche sul piano commerciale. Presentarsi come società quotata, con procedure di *compliance* ben definite e controlli dall'esterno, ha rafforzato la credibilità verso i clienti internazionali.

Le difficoltà e le preoccupazioni sono state molteplici, ma vanno lette anche come parte integrante di un percorso di crescita. I costi di una IPO, ad esempio, sono sicuramente rilevanti, ma vanno considerati più come un investimento sul futuro che una spesa fine a sé stessa. La vera complessità, piuttosto, è sostenere una *due diligence* molto impegnativa senza interrompere la normale operatività quotidiana. Un'ulteriore fonte di preoccupazione era legata ai possibili slittamenti del processo e, soprattutto, alla valorizzazione finale della società. Su questo fronte, il percorso è stato estremamente positivo: Altea è entrata sul mercato con una valutazione di 20 milioni di euro e ha raggiunto una valutazione di circa 125 milioni al momento del *translisting*.

2.3 Suggerimenti di *policy*

L'unica leva realmente efficace, secondo l'imprenditore, è quella fiscale. In assenza di adeguati incentivi, un fondo tende a preferire l'investimento in una società più grande, dove, a parità di benefici percepiti, il rischio risulta inferiore. Strumenti come i piani individuali di risparmio (PIR) possono incentivare i fondi a investire nelle piccole e medie imprese, dove il rischio percepito è maggiore. Lato aziende, le banche dovrebbero spingere le imprese ad aprirsi al mercato dei capitali, vista la conoscenza privilegiata dei loro clienti e la maggiore autorevolezza rispetto agli *advisor*. Il processo di quotazione è per le PMI già abbastanza semplificato, al di là della *due diligence*, per cui la vera barriera è di natura culturale.

2.4 Contesto ambientale e strategia

Altea Green Power sta evolvendo da un modello di puro sviluppatore di progetti (fotovoltaico, eolico, *Battery Energy Storage System-BESS*) a quello di *Independent Power Producer (IPP)*, ovvero un produttore di energia e detentore di *asset*, per avere una maggiore solidità patrimoniale e continuità nei *cash flows*. L'obiettivo strategico a lungo termine è diventare un detentore di *asset* per una capacità di 1 gigawatt, che è la taglia necessaria per avere un valore reale significativo.

In questa strategia, il capitale umano e quello finanziario hanno la stessa importanza: 50% e 50%.

Altea Green Power è un'azienda improntata alla sostenibilità, da sempre concentrata su tecnologie *green*. Dal 2025 ha iniziato anche a sviluppare progetti legati all'idrogeno verde, un mercato che si prevede diventerà maturo tra circa cinque anni. In anticipo sui tempi quest'anno verrà depositato il primo progetto ibrido che integra le tecnologie del fotovoltaico, accumulo ed elettrolizzatori.

3 FOS SpA

Nome dell'intervistato e carica ricoperta: Enrico Botte (co-CEO)
 Sede legale: Via Porlezza 16, Milano (MI)
 Sede operativa: Via E. Melen 77, Genova (GE)
 Settore di riferimento: Technology
 Data di quotazione: 26/11/2019
 Data di *delisting*: 21/07/2025
 Valore di quotazione: 14,00 milioni di euro
 Valore di *delisting*: 24,07 milioni di euro
 N° dipendenti alla quotazione: 149

3.1 Focus sul *delisting*

La scelta del *delisting* non è dipesa da un singolo evento, ma dalla constatazione che, dopo quattro anni su Euronext Growth Milan (EGM), la spinta iniziale si era progressivamente esaurita. La bassa valutazione e l'illiquidità del titolo hanno reso necessario valutare il *translisting* o il *delisting*, in quanto l'EGM non rispondeva più alle esigenze di crescita e serviva una nuova iniezione di risorse.

L'incidenza dei costi e gli oneri burocratici dipendono da quanto la società è in grado di raccogliere e dal valore che riesce a esprimere. Con valutazioni adeguate, l'EGM è un'opportunità, viceversa si rischiano situazioni di stallo, come nel caso in oggetto.

Le condizioni di mercato hanno inciso in misura limitata: la decisione è stata il risultato di un cambio di strategia aziendale. L'opportunità di entrare in un gruppo internazionale è stata determinante perché permetteva di partecipare a un progetto di respiro globale.

È ancora presto per valutare i benefici visto che il *delisting* è stato formalizzato solo di recente, ma sarebbe riconfermata la scelta: la Borsa resta uno strumento valido, ma l'uscita ha permesso di alleggerirsi dalla gestione della *governance* e delle attività di *investor relation*, oltre che di ricevere attenzioni e interesse da nuovi fondi e gruppi internazionali. Il vero successo dell'EGM risiede probabilmente nel suo eccezionale ruolo di «vetrina».

Il processo che ha portato al *delisting* è stato condiviso tra soci e Consiglio di amministrazione (CdA), maturato in un confronto lungo e approfondito. La valutazione in Borsa generava crescente insoddisfazione: il titolo era sceso sotto il prezzo di quotazione, nonostante tre acquisizioni, il raddoppio di alcune linee di *business* e il miglioramento delle *performance*. Il mercato continuava a esprimere dinamiche scollegate dai fondamentali: restare legati a queste logiche risultava frustrante e penalizzante. Tutto ciò ha rafforzato la decisione di procedere con il *delisting*. La decisione non è stata influenzata da pressioni

esterne, ma è maturata in piena autonomia dopo aver valutato tutte le alternative, come naturale evoluzione del percorso intrapreso.

3.2 Focus sul *listing* e sull'esperienza di quotazione

L'ingresso in Borsa non fu il risultato di un'analisi approfondita, ma nacque per intuizione, istinto e curiosità. All'epoca si disponeva di un ambizioso piano industriale, ma i tentativi con fondi di *private equity* non avevano dato esito e la quotazione apparve come la strada più adatta. La scelta di quotazione è stata guidata più dalla prospettiva di medio-lungo periodo legata al piano industriale che da valutazioni di costo-beneficio di breve termine.

Prima della quotazione non c'erano state esperienze dirette con il mercato dei capitali: nessuna emissione di *bond*, *minibond* o operazioni di *private equity*. L'unico strumento utilizzato era stato un *leverage* con una banca.

I *driver*: sostenere la crescita organica, sviluppare nuovi prodotti e tecnologie e realizzare acquisizioni mirate. La Borsa è stata lo strumento più adatto per finanziare questo piano e ha consentito anche di ampliare la presenza territoriale, partendo da Genova con successiva espansione in città come Torino, Milano e Verona. La quotazione non derivò da pressioni esterne, ma da un'opportunità che si scelse di sviluppare in autonomia.

La Borsa ha dato visibilità e credibilità, permettendo di essere riconosciuti per trasparenza e serietà, e ha rafforzato la *governance* imponendo disciplina e solidità organizzativa. Il limite principale è stata la mancanza di liquidità, poiché senza un mercato realmente vivace lo strumento perde efficacia.

Sul fronte dei costi, le spese furono in linea con le aspettative. Il tema vero è che le spese vanno sempre rapportate alla raccolta e alla valutazione di mercato. Con valutazioni poco soddisfacenti, il loro peso appare maggiore, e per una PMI anche oneri di ordinaria gestione (ad esempio la convocazione di un'assemblea) risultano significativi.

Le principali difficoltà hanno riguardato la costante pressione del mercato, che a volte non lascia il tempo necessario per pianificare al meglio le decisioni e l'impegno richiesto nel mantenere relazioni con gli investitori (incontri, aggiornamenti e reportistica).

Al momento della quotazione, le preoccupazioni erano legate alla capacità di portare avanti il piano industriale. L'obiettivo principale era raccogliere risorse sufficienti per sostenere il progetto di crescita, ottenendo al tempo stesso una struttura solida sulla quale poggiare lo sviluppo futuro.

3.3 Suggerimenti di *policy*

Sul fronte dei suggerimenti al regolatore si individuano due direttrici principali. Da un lato, servono semplificazioni e soprattutto iniziative di comunicazione che rendano la Borsa più accessibile agli imprenditori: un buon esempio sono i bandi di Regione Lombardia e Regione Liguria, che hanno dato visibilità allo strumento e creato occasioni di comunicazione sul territorio. Dall'altro, sarebbe utile favorire la nascita di classi di investitori specializzati nelle PMI o in settori specifici, così da avere interlocutori più preparati e in grado di distinguere i progetti solidi da quelli meno validi.

Le condizioni che favorirebbero una maggiore permanenza delle PMI sul mercato sono: maggiore liquidità e un *parterre* di investitori più ampio e qualificato.

3.4 Contesto ambientale e strategia

Gli obiettivi del Gruppo sono la crescita del fatturato e il rafforzamento del ruolo di *partner* italiano in un progetto europeo, capace di superare le logiche nazionali e competere con i colossi americani e cinesi. Il capitale umano ha un peso nettamente superiore rispetto a quello finanziario: su base 100, 70% capitale umano e 30% capitale finanziario.

Le sfide si collocano in un contesto complesso: il Piano Nazionale Ripresa Resilienza (PNRR) sostiene la crescita fino al 2026 ma dal 2027, con la fine dei fondi, si prospetta un rallentamento; parallelamente l'*automotive* vive forti turbolenze, mentre la guerra genera incertezze ma anche opportunità per chi, come FOS, opera nella difesa.

La sostenibilità rappresenta un impegno costante, guidato anche dalla sensibilità delle nuove generazioni in azienda verso la mobilità sostenibile e l'uso responsabile delle risorse. Sono anche in corso riflessioni sull'impatto del digitale, dal *cloud* all'intelligenza artificiale, che ha anch'essa un'impronta ambientale. Pur non essendo oggi una leva premiale e con i criteri *Environmental Social and Governance* (ESG) in secondo piano rispetto al passato, rimane comunque un impegno strategico da perseguire con coerenza.

4 NVP SpA

Nome dell'intervistato e carica ricoperta: Massimo Pintabona (CEO)
Sede legale: Via Gebbia Grande n. 1/b, San Piero Patti (ME)
Sedi operative: Via Andrea Doria 19/21, Cologno Monzese (MI);
Via di Tor Cervara 46n, Roma (RM);
Via Antiniana 115, Pozzuoli (NA)
Settore di riferimento: Communications
Data di quotazione: 05/12/2019
Data di *delisting*: 13/03/2025
Valore di quotazione: 27,13 milioni di euro
Valore di *delisting*: 31,15 milioni di euro
N° dipendenti alla quotazione: 27

4.1 Focus sul *delisting*

La decisione di procedere con il *delisting* è stata il risultato di un'attenta pianificazione strategica. NVP è da sempre una società *capital intensive* e necessita di investimenti significativi per crescere in Italia e all'estero; la scarsa liquidità e la sottovalutazione del titolo sono sempre stati penalizzanti e hanno ostacolato operazioni di aumenti di capitale o acquisizioni carta contro carta. L'imprenditore avrebbe voluto mantenere la società quotata, ma la scelta del *delisting* è maturata per il bene di tutti gli *stakeholder* ed è derivata dalla necessità di avere «le mani più libere» per prendere decisioni di investimento strategiche senza il vincolo di una valutazione di mercato penalizzante.

I costi e la burocrazia non sono stati un *driver* della decisione, malgrado essere quotati comportamenti dei costi aggiuntivi, soprattutto legati alla comunicazione. Infatti, anche dopo il *delisting* la società ha mantenuto molti presidi di *governance*, come la semestrale certificata e il collegio sindacale a tre membri.

Ad oggi, l'impatto del *delisting* è positivo, perché permette di investire liberamente nella crescita a medio-lungo termine, senza che il mercato Euronext Growth Milan (EGM), dove regna una visione di breve periodo, penalizzi il titolo a causa dell'aumento dell'indebitamento finanziario.

Ad oggi si ritiene che il *delisting* sia stata una scelta positiva. La valutazione in caso di trattative (ad esempio per un'operazione straordinaria) ora si basa sui fondamentali reali della società, come bilanci e potenziale di *business*, anziché sul prezzo di Borsa sottostimato. Inoltre, la comunicazione è meno vincolata, mentre prima si doveva condividere ogni dettaglio dei contratti, dando di fatto un vantaggio alla concorrenza che non aveva gli stessi obblighi. Infine, si può sfruttare una leva finanziaria maggiore, usando il debito per finanziare la crescita senza il timore che il mercato penalizzi il titolo.

Il processo è stato ampiamente condiviso. L'*input* iniziale è partito dall'imprenditore, il tema è stato poi discusso con gli altri azionisti principali e in seguito con gli *advisor* storici. Successivamente, l'idea è stata presentata e discussa nel Consiglio di amministrazione (CdA) e con alcuni dei fondi più vicini, spiegando le motivazioni. Tutte le parti hanno dato riscontri positivi; nessuno ha ritenuto che la proposta fosse scorretta o non ponderata. Non c'è stata assolutamente alcuna pressione o condizionamento da parte della stampa o di altri istituti.

4.2 Focus sul *listing* e sull'esperienza di quotazione

La quotazione era un'ambizione personale dell'imprenditore, ma la decisione fu puramente strategica, puntando alla crescita di lungo periodo.

Lavorando in un settore *capital intensive*, il *driver* principale fu la necessità di raccogliere capitali per accelerare la crescita. La società all'epoca fatturava circa quattro milioni di euro, per cui il canale bancario aveva raggiunto i suoi limiti.

Dopo aver valutato alternative come *minibond* e *private equity*, la *Initial Public Offering* (IPO) si è rivelata la strada migliore, consentendo di dare al mercato una percezione di maggiore solidità e affidabilità.

L'operazione fu un successo: è stato superato l'obiettivo iniziale di raccolta con un aumento di capitale di 10,2 milioni di euro. Il capitale ha sostenuto la crescita e permesso di affrontare il periodo pandemico senza interrompere gli investimenti in ricerca e sviluppo. Grazie alla cassa disponibile, in quel periodo ci si è anche dotati di un sistema *cloud* informatico di gestione da remoto, che ha aiutato a velocizzare i processi. Ad ogni modo, i benefici più importanti della quotazione, forse anche più del capitale stesso, sono stati visibilità, relazioni e credibilità. Pur essendo una piccola società siciliana, aver svolto approfondite *due diligence* in fase di quotazione ha permesso di superare gli stereotipi regionali e guadagnare la fiducia di clienti di primario *standing*.

Di contro, il processo di IPO è stato molto intenso e faticoso per una società ancora poco strutturata, soprattutto per l'area amministrativa e finanziaria. L'intera operazione è costata circa 1,5 milioni di euro, a cui si sottrae un credito d'imposta di 500 mila euro, portando il costo netto a circa 1 milione di euro. Nonostante ciò, non si sono mai avuti dubbi sulla decisione. Al contrario, si considera l'esperienza totalmente positiva, in quanto ha garantito una crescita professionale anche dovuta al fatto di essersi sempre affidati ad *advisor* di ottimo livello, da cui si è imparato molto.

4.3 Suggerimenti di *policy*

È fondamentale creare liquidità sul mercato. Una società quotata deve avere un valore del titolo che rifletta il suo potenziale per poterlo usare come leva per la crescita. Per farlo, il regolatore dovrebbe trovare un modo per vincolare delle risorse (*i.e.* una quota di fondi statali, fondi pensione o fondi di categoria) da investire obbligatoriamente sull'EGM.

Non è necessario semplificare le regole; i controlli sono necessari per assicurare l'affidabilità e solidità dei titoli quotati. Piuttosto, si dovrebbe essere ancora più stringenti nella selezione delle aziende che si quotano, in modo da dare maggiori garanzie agli investitori ed evitare che «*brutte esperienze*» danneggino l'immagine dell'intero mercato.

4.4 Contesto ambientale e strategia

La strategia si basa sul consolidamento della *leadership* in Italia e sulla crescita internazionale (Europa, Stati Uniti ed Emirati Arabi). La società ora è più strutturata ed è diventata una «*grande impresa*» secondo i criteri europei.

Le aziende sono fatte di persone, quindi si dà un peso dell'80% al capitale umano e del 20% alle risorse finanziarie.

Il contesto geopolitico è sicuramente una sfida importante, ma al momento non impatta direttamente a livello di *business*. Dovendo citare alcune criticità, lavorando all'estero occorre prestare attenzione al cambio euro/dollaro, ma si è molto attenti a coprire i rischi.

La società persegue obiettivi *Environmental, Social and Governance* (ESG), ovviamente per motivi etici ma anche perché richiesti dai finanziatori per ottenere tassi agevolati. Nel contesto ambientale, si adottano delle misure per il risparmio dei carburanti e parametri sulla quantità di energia rinnovabile da produrre.

In termini di innovazione, nel settore *broadcast* tradizionale, come quello delle unità produttive mobili (*Outside Broadcasting van* (OB-van)), la tecnologia ha raggiunto un livello di maturità con un'obsolescenza molto lunga. L'evoluzione riguarda i servizi digitali e le produzioni remote, ambito in cui si sta espandendo il *business*. Un esempio concreto è il centro di produzione remota di Madrid, che può gestire più produzioni contemporaneamente.

La società possiede un brevetto relativo agli OB-van e non ne sta sviluppando altri, anche se si stanno pianificando innovazioni nell'ambito della tecnologia digitale, come la tecnologia «*smart cloud remote*» utilizzate per la *Lega Pro*.

L'internazionalizzazione, come anticipato, è vitale: si lavora da anni per rafforzare la presenza all'estero e qualificare l'immagine presso i fornitori internazionali. È stata aperta una sede in Spagna, si è operativi negli Stati Uniti e a Dubai e si è ottenuta anche un'importante commessa anche in Giappone.

5 PLT Energia SpA

Nome dell'intervistato e carica ricoperta: Pierluigi Tortora (Presidente)
 Sede legale/operativa: Via Chiaravalle 7/9, Milano (MI)
 Settore di riferimento: Energy & Utilities
 Data di quotazione: 04/06/2014
 Data di *delisting*: 26/04/2019
 Valore di quotazione: 64,50 milioni di euro
 Valore di *delisting*: 66,97 milioni di euro
 N° dipendenti alla quotazione: 63

5.1 Focus sul *delisting*

Nel 2019 la società doveva reperire nuove risorse per finanziare una *pipeline* in fase avanzata. Si doveva scegliere tra un aumento di capitale in Borsa o l'ingresso di un fondo tramite *delisting*. Il prezzo delle azioni, penalizzato da un flottante limitato (circa 16%) e bassa liquidità, non rifletteva il valore reale, con multipli poco soddisfacenti e con un prezzo vicino a quello della quotazione originaria. Per questo si optò per il *delisting*, che attirò un fondo disposto a entrare con una quota pari al 16%, valutando la società il doppio rispetto alla Borsa, con un apporto di 30 milioni di euro più un prestito convertibile di 5 milioni, che permise di avviare un piano industriale più aggressivo. Due anni dopo il *delisting*, si avviò un *dual track process* per valutare il ritorno in Borsa o il proseguimento con capitali privati/M&A. Ancora una volta, risultò più conveniente la crescita con capitali privati, anche rispetto all'eventuale quotazione sul segmento STAR.

Il *delisting* ha portato benefici tangibili in termini di valorizzazione e crescita, consentendo l'ingresso di un *partner* qualificato e un rafforzamento patrimoniale funzionale all'espansione del gruppo. I costi e gli oneri legati alla quotazione non hanno inciso sulla decisione, sono stati interpretati come un investimento in organizzazione, credibilità e strutturazione aziendale. La vera sfida per chi si quota sta nel creare una vera «*public company*»: se un'azienda va in Borsa, deve avere il coraggio di aprirsi al mercato con un flottante ampio per massimizzare la raccolta di capitali e la crescita.

L'esperienza sull'EGM è stata formativa, la scelta di quotarsi verrebbe rifatta senza esitazioni, con la sola differenza di puntare sin dall'inizio a un flottante più ampio.

Il processo decisionale è stato gestito principalmente dalla famiglia e condiviso all'interno del Consiglio di amministrazione. Gli *stakeholder* esterni non hanno avuto alcun peso. La scelta è stata interamente guidata da valutazioni strategiche di lungo periodo. La decisione è stata presa con fiducia, anche perché

si era trovato un fondo *partner* molto professionale e dotato di competenze specifiche nel settore energetico.

5.2 Focus sul *listing* e sull'esperienza di quotazione

La decisione di *listing* fu presa in prima persona e condivisa internamente, senza pressioni di investitori o *advisor*, e rispose alla volontà di rafforzare la struttura societaria e creare le condizioni per attrarre nuovi talenti. Prima del 2014 la società non aveva esperienze dirette con il mercato dei capitali tramite *minibond* o *private equity*, ma aveva già fatto finanza strutturata e *partnership* industriali, come nel caso dell'accordo con Enel.

La decisione di quotarsi nel 2014 fu motivata dalla consapevolezza che la Borsa fosse lo strumento più efficace per raccogliere i capitali necessari alla crescita in un settore fortemente *capital intensive*. Malgrado ciò, all'epoca della quotazione, in un'ottica di lungo periodo, si preferì comunque mantenere una barriera all'ingresso, limitando la platea degli investitori e rinunciando a una raccolta più ampia per non abbassare troppo il prezzo e attrarre investitori poco allineati e speculativi. Infatti, molti degli investitori incontrati durante i *roadshow* venivano da esperienze in altri ambiti e spesso non conoscevano le logiche di un *business* emergente come quello delle rinnovabili, e non avevano le competenze per apprezzare fino in fondo il modello industriale di PLT.

La quotazione impose una struttura aziendale più solida, con processi organizzati, regole precise, reportistica e valutazioni sistematiche. Questo favorì la disciplina interna e la pianificazione strategica, essenziali per un gruppo giovane e in crescita. Inoltre, la visibilità acquisita aumentò la credibilità verso il mercato, il sistema finanziario e le banche, facilitando l'accesso a strumenti come finanziamenti e obbligazioni, fondamentali in un settore *capital intensive*. La quotazione insegnò anche la disciplina nel revisionare piani e comunicare trasparentemente con gli *stakeholder*, pratica mantenuta tuttora con aggiornamenti semestrali. I costi di quotazione erano noti e in linea con le attese, così come le figure richieste dal mercato borsistico.

Le ricerche prodotte dagli analisti hanno contribuito a dare trasparenza e a rafforzare la fiducia del mercato. Il principale timore durante la quotazione riguardava il mancato riconoscimento del valore reale da parte del mercato. Il titolo spesso mostrava elevata volatilità tipica del mercato AIM/EGM e poca attinenza alla solidità industriale. L'azione nel medio periodo si mosse poco e si comportò come un'obbligazione a dividendo stabile, senza riflettere pienamente il valore costruito.

5.3 Suggerimenti di *policy*

La vera barriera è culturale e mentale: molte piccole imprese italiane non vedono la Borsa come un'opportunità naturale di crescita. È importante educare gli imprenditori a comprendere meglio il mercato e le opportunità che la quotazione può offrire. La permanenza delle PMI sui mercati dipende dal contesto creato: più il mercato EGM si avvicina, in caratteristiche e regole, al mercato principale, più si favorisce stabilità e durata. Sul fronte *governance*, servirebbero modelli più inclusivi e bilanciati che coinvolgano attivamente gli investitori, con un orizzonte medio più ampio e strumenti che ne valorizzino il ruolo, come azioni differenziate o altre soluzioni. È importante aumentare la selezione degli emittenti all'ingresso e applicare regole che limitino la speculazione. Una proposta efficace potrebbe anche riguardare l'introduzione di patti di sindacato, che impegnino gli investitori a restare per almeno 2-3 anni, con un *lock-up*. L'azienda garantirebbe trasparenza e stabilità, ad esempio con dividendi pianificati, mentre gli investitori si impegnerebbero a un sostegno duraturo, favorendo una crescita condivisa e più solida.

5.4 Contesto ambientale e strategia

Dopo il 2023 il gruppo è stato riorganizzato: oggi opera attraverso PLT Holding, che controlla PLT Energia. La strategia si fonda su tre pilastri: l'energia rinnovabile (*core business*), la diversificazione immobiliare internazionale e l'ingresso mirato nell'innovazione tecnologica. Il gruppo opera in Italia, Spagna e USA, con circa 70 milioni di euro di EBITDA e una *pipeline* che punta a 3,4 GW, tra impianti in esercizio (quasi 500 MW) e acquisizioni rilevanti sul mercato secondario. Parallelamente, un *family office* gestisce investimenti finanziari e immobiliari internazionali in Svizzera, Stati Uniti e Medio Oriente. Nel campo tecnologico è stata acquisita una quota di maggioranza (70%) in una società di intelligenza artificiale con sedi in Italia e uffici principali a Berlino, e creata una controllata a Boston con giovani talenti. Questa è l'unica posizione di *private equity* di maggioranza fuori dal *core business*. Nella strategia di crescita, il capitale umano viene prima di tutto.

La sostenibilità è al centro del modello, basato sulla produzione di energia pulita e accessibile da fonti rinnovabili nel rispetto dei criteri *Environmental, Social and Governance* (ESG). Si stanno anche sviluppando progetti legati allo *storage*, che consentono di ottimizzare la gestione della domanda e dell'offerta, riducendo gli squilibri e sfruttando meglio le condizioni di mercato.

6 Renergetica SpA

Nome dell'intervistato e carica ricoperta: Davide Sommariva (ex Presidente CdA)
Sede legale: Via Stazione 31, Chatillon (AO)
Sede operativa: Salita di Santa Caterina 2/1, Genova (GE)
Settore di riferimento: Energy & Utilities
Data di quotazione: 09/08/2018
Data di *delisting*: 08/02/2024
Valore di quotazione: 11,03 milioni di euro
Valore di *delisting*: 81,93 milioni di euro
N° dipendenti alla quotazione: 29

6.1 Focus sul *delisting*

La scelta di delistarsi è stata per Renergetica prettamente economica, basata su una valutazione di costo-opportunità: la decisione è stata presa in seguito a un'offerta che ha permesso agli azionisti una *exit* a un valore ritenuto molto vantaggioso. Se non ci fosse stata l'opportunità di vendita, la società sarebbe rimasta quotata.

I costi e gli oneri burocratici non hanno avuto alcun peso nella decisione, anzi vengono percepiti come il costo intrinseco di stare in una «vetrina» che genera grande valore aggiunto nelle negoziazioni con i partner, facilita la raccolta di capitali per lo sviluppo del *business* e attira l'attenzione di operatori più grandi per operazioni di *Mergers and Acquisitions* (M&A), come appunto avvenuto in questo caso. La strategia aziendale non è cambiata dopo il *delisting*, né sono cambiati gli obiettivi di lungo periodo.

Il beneficio per gli azionisti di Renergetica non è stato tanto la fuga dagli oneri della quotazione, bensì la massimizzazione del ritorno sull'investimento, basandosi su una valutazione puramente economica. Ovviamente quindi tornando indietro la scelta sarebbe stata la stessa. La permanenza sul mercato offre la possibilità di attendere il momento opportuno per cercare compratori e massimizzare il ritorno economico dell'*exit*.

Il confronto interno, soprattutto con il Consiglio di amministrazione e gli azionisti, è stato fondamentale anche se ha richiesto molto tempo, specialmente per quanto riguarda la *compliance* e le procedure di mercato. La scelta è stata quindi condivisa da tutte le componenti aziendali apicali, ma assolutamente non influenzata da pressioni esterne come organi di stampa o società di consulenza.

6.2 Focus sul *listing* e sull'esperienza di quotazione

La decisione di quotare Renergetica nel 2018 nasce dalla visione imprenditoriale supportata dalla squadra di advisor, nonostante la società avesse un fatturato ridotto per cui le valutazioni tecniche non davano riscontro molto positivo. L'idea è nata nel 2018 dopo un'operazione industriale di grande successo in Cile, finanziata da alcuni operatori genovesi, che aveva generato rendimenti molto interessanti: si voleva replicare quel modello di *business*, ma con una condivisione del rischio più ampia rispetto a quella offerta da un singolo *partner* imprenditoriale. La quotazione consentiva quindi di slegarsi dalla dipendenza da un singolo azionista, e di abbracciare un orizzonte di lungo termine.

La quotazione è stata la prima esperienza sul mercato di capitali, con l'aspettativa di raccogliere fondi da investire per sostenere la crescita e per condividere il rischio con una base più ampia di investitori, rispetto a un accordo tra imprenditore e singolo investitore *partner*. Non ci fu all'epoca alcuna pressione da parte degli interlocutori/*advisor* coinvolti.

Il beneficio più grande, oltre al capitale, è la certezza e stabilità delle decisioni e della strategia aziendale. La quotazione elimina la componente emotiva ed evita dinamiche in cui le decisioni e le strategie possono cambiare a causa di umori o dissidi personali tra soci. Gestendo i soldi di terzi, inclusi piccoli risparmiatori, si è obbligati a comunicare e mantenere una rotta chiara e a giustificare ogni cambiamento con motivazioni oggettive. Un altro beneficio cruciale è stata l'evoluzione nella struttura interna, con la creazione di funzioni aziendali prima inesistenti (controllo di gestione, *compliance*, comunicazione).

I costi non sono mai stati proibitivi, mentre la difficoltà principale è la gestione della comunicazione e della trasparenza: ogni singolo passaggio deve essere comunicato al mercato, valutandone attentamente le implicazioni.

La preoccupazione principale infine è sempre stata la valutazione *pre-money*, e il rischio che il valore riconosciuto dal mercato non fosse in linea con le aspettative. Tuttavia, se il piano industriale è valido, questo scarto iniziale diventa irrilevante nel lungo periodo. Nel caso di Redelfi (paragrafo 6.4): quotata con un *pre-money* di 11 milioni di euro, dopo circa tre anni capitalizzava quasi 90 milioni di euro.

6.3 Suggerimenti di *policy*

La cosa più importante sarebbe aumentare la liquidità sul mercato, ad esempio obbligando le assicurazioni a investire una parte del loro patrimonio sul mercato borsistico, come avviene in Francia. Anche strumenti come i piani individuali di risparmio (PIR) sono stati molto efficaci in passato per portare liquidità.

Riguardo alle barriere, sono spesso superflui i programmi istituzionali di preparazione alla quotazione, perché gli *advisor* forniscono già il supporto necessario. Sarebbe più utile un incentivo fiscale sulle spese di consulenza nei

primi anni dopo la quotazione per accompagnare l'imprenditore in questo periodo e affiancarlo fornendogli una formazione adeguata. La vera barriera non è procedurale, ma culturale: l'imprenditore deve accettare che la società non è più sua al 100% e gestirla di conseguenza comprendendo che la società è diventata un bene condiviso.

Per favorire la permanenza su EGM, la soluzione è sempre portare maggiore liquidità.

6.4 Contesto ambientale e strategia

Dopo aver ceduto la partecipazione in Renenergetica SpA, Davide Sommariva (intervistato) ha fondato Redelfi SpA, ad oggi anch'essa quotata sul mercato Euronext Growth Milan (EGM). In questa sezione, pertanto, l'intervistato condivide l'evoluzione di Redelfi, mentre nelle precedenti si parlava di Renenergetica.

Redelfi ad oggi persegue l'espansione nel settore delle energie rinnovabili e in particolare nello sviluppo di *Battery Energy Storage Systems* (BESS), ovvero sistemi di accumulo per stabilizzare l'alta e la media tensione e fare accumulo di energia per rilasciarla quando è necessaria. Ad oggi, l'obiettivo è raggiungere la *leadership* sul mercato italiano ed espandersi anche sui mercati internazionali. Capitale umano e finanziario hanno la stessa importanza nella strategia aziendale di crescita: 50% e 50%.

L'attuale scenario geopolitico, caratterizzato da diverse incertezze, rappresenta in realtà un'opportunità per Redelfi, perché la spinta verso l'indipendenza energetica ne potrebbe favorire il *business*.

La sostenibilità è un tema fondamentale nella strategia aziendale, sia perché è intrinseco al *business* sia per l'attenzione degli azionisti nei confronti di questa tematica. L'innovazione è un elemento essenziale che rappresenta il futuro del settore, sia relativamente allo sviluppo di nuovi tipi di batterie/pannelli/cabine sia per lo sviluppo di tecnologie completamente nuove, come ad esempio l'idrogeno verde. In relazione all'intelligenza artificiale che viene utilizzata, si dispone di un brevetto in deposito, comunque non strumentale al successo del *core business*. L'internazionalizzazione è da sempre un elemento chiave per la diversificazione del rischio. Renenergetica già nel 2018 al momento della quotazione aveva una forte vocazione internazionale, e anche Redelfi segue lo stesso percorso con attività negli Stati Uniti.

7 Nice Footwear SpA

Nome dell'intervistato e carica ricoperta: Bruno Conterno (CEO)

Sede legale: Via Monte Napoleone 18, Milano

Sede operativa: Via Prima Strada 45, Padova

Settore di riferimento: Calzaturiero

Data di quotazione: 18/11/2021

Data di *delisting*: 08/03/2023

Valore di quotazione: 20 milioni di euro

Valore di *delisting*: 25 milioni di euro

N° dipendenti alla quotazione: 51

7.1 Focus sul *delisting*

La decisione di procedere al *delisting* di Nice Footwear da Euronext Growth Milan (EGM) è conseguenza dell'evoluzione del piano industriale. Fin dalla quotazione, l'obiettivo dell'azienda era costruire una piattaforma per artigianalità produttiva del *Made in Italy* con digitalizzazione, tecnologie e processi di ultima generazione, per diventare partner riconosciuto a livello internazionale per i marchi del lusso e di sneaker nel settore calzaturiero. La Borsa era stata scelta per sostenere la crescita, reperire capitali e accrescere la reputazione, ma la fase successiva del progetto richiedeva condizioni finanziarie e temporali che questo mercato non era più in grado di garantire.

Nel momento in cui la società doveva attuare la seconda fase del piano industriale, che prevedeva nuove chiamate di capitale per consolidare le acquisizioni e accelerare la crescita, il mercato stava attraversando un periodo di profonda instabilità e illiquidità. Tale contesto avrebbe comportato una sottovalutazione del titolo e un impatto eccessivo sugli azionisti di maggioranza. Pur avendo performance operative superiori alle previsioni di budget, l'azienda si trovava a dover raccogliere capitali in un mercato poco ricettivo. Da qui la scelta di esplorare soluzioni alternative, culminata nell'incontro con investitori istituzionali disposti a sostenere il progetto industriale con una prospettiva di lungo periodo.

L'iniziativa è nata dal confronto con potenziali *corner investor*, alla ricerca di un partner finanziario stabile e paziente. La trattativa si è rapidamente evoluta in un'operazione di acquisizione totale del capitale flottante, che ha condotto all'uscita dal mercato regolamentato. Il nuovo assetto ha permesso all'impresa di ottenere un interlocutore finanziario capace di comprendere la dimensione industriale del progetto, orientato all'ascolto e alla collaborazione strategica.

Oltre alle motivazioni di contesto e di strategia finanziaria, l'imprenditore rileva il peso rilevante dei costi di mantenimento della quotazione, sia economici che organizzativi. Per una PMI come Nice Footwear, gli adempimenti regolamentari

e i costi ricorrenti per consulenze, comunicazioni e rendicontazioni trimestrali rappresentavano un impegno significativo, sia in termini di risorse finanziarie sia di tempo sottratto all'attività gestionale e industriale.

A distanza di tempo, la scelta del *delisting* è considerata coerente con la traiettoria di crescita aziendale e con i risultati raggiunti: ha consentito di preservare il ritmo di sviluppo previsto dal piano industriale e di proseguire il percorso di integrazione e consolidamento.

Dal momento della quotazione, il fatturato è cresciuto dai circa 25 milioni iniziali a oltre 90 milioni di euro, confermando validità del modello di *business* ed efficacia della decisione di riorientare la struttura finanziaria.

Il *delisting* ha favorito maggiore agilità decisionale e possibilità di dialogare in modo diretto con un investitore unico, attento agli aspetti industriali e non solo alla performance di breve periodo. L'azienda si è potuta concentrare sulla realizzazione del piano di crescita, senza le rigidità temporali e procedurali richieste dal mercato pubblico.

Secondo l'imprenditore, il *delisting* non è un arretramento, ma un passaggio evolutivo necessario per garantire continuità e solidità al progetto. Pur riconoscendo i vantaggi della permanenza in Borsa sul piano della trasparenza e della disciplina gestionale, l'imprenditore ritiene che la fase di quotazione abbia esaurito la sua funzione propedeutica. La decisione, quindi, non ha compromesso la strategia, ma l'ha rafforzata, offrendo maggiore coerenza tra struttura societaria e obiettivi industriali.

Il processo decisionale è stato guidato dal presidente e amministratore delegato, con il coinvolgimento del Consiglio di amministrazione che ha condiviso e validato la proposta. La valutazione condotta in modo strutturato e con il supporto degli advisor finanziari, si è basata su un'analisi comparata delle diverse opzioni di finanziamento.

Determinante anche il confronto con il *Nomad* (ora *Global Coordinator*), già al fianco della società nella fase di quotazione. Dal dialogo è emerso un contesto di liquidità ridotta e incertezza prolungata, incompatibile con il piano industriale. Su queste basi, il Consiglio di amministrazione ha ritenuto più opportuno avviare la trattativa con un investitore strategico anziché procedere con un aumento di capitale pubblico. L'intero percorso si è svolto in modo ordinato, senza pressioni esterne né interferenze mediatiche.

7.2 Focus sul *listing* e sull'esperienza di quotazione

La scelta di quotarsi è stata il risultato di una visione imprenditoriale precisa e di lungo periodo. Nice Footwear, nata come startup nel 2016, aveva già sperimentato strumenti di finanza alternativa, come l'emissione di un *minibond*, e intendeva rafforzare la propria capacità di raccolta per sostenere un progetto industriale innovativo. L'IPO rappresentava non solo un mezzo per reperire

capitale, ma anche uno strumento di *legittimazione* e *reputazione* nei confronti dei grandi marchi internazionali del lusso, con cui l'azienda voleva consolidare rapporti di *partnership*.

Il fondatore aveva colto l'opportunità di essere tra i primi operatori del settore calzaturiero conto terzi a presentarsi sul mercato dei capitali, in un contesto dominato da società tecnologiche e digitali. Tale scelta, inizialmente percepita come controcorrente, si è rivelata un segnale forte di credibilità e di *leadership* nel comparto manifatturiero. La quotazione ha avuto un ruolo strategico nel posizionare Nice Footwear come pioniere nel segmento *Made in Italy industriale* all'interno di EGM.

Alla base della quotazione c'erano la necessità di finanziare il piano di acquisizioni, di rafforzare la base patrimoniale, di accrescere la visibilità e la reputazione aziendali, con l'obiettivo di creare una piattaforma aggregante per aziende artigiane di eccellenza, connesse da un modello di gestione digitale e sostenibile.

La quotazione era concepita come leva industriale e non come strumento speculativo: una scelta dettata più da un approccio manageriale che da un impulso emotivo.

Il progetto di IPO era parte integrante di una *road map* chiara e definita, con la finanza nel ruolo di componente funzionale al progetto industriale. L'esperienza in Borsa ha confermato la solidità della strategia e permesso di migliorare i processi interni e la trasparenza organizzativa.

Dalla permanenza in Borsa, Nice Footwear ha tratto vari benefici tangibili.

La quotazione ha accresciuto la *brand awareness* sia interna (maturazione di un forte senso di orgoglio e appartenenza a un'azienda percepita come eccellenza del settore) sia esterna (consolidamento della reputazione aziendale presso istituzioni, banche e *partner* industriali).

Obblighi informativi e controlli di mercato hanno imposto una disciplina, che ha favorito una significativa crescita manageriale e organizzativa. Tuttavia, complessità delle procedure e rigidità dei tempi di reporting sono stati fattori di pressione costante per una PMI, assorbendo risorse e attenzioni *distolte* dall'attività produttiva.

Scarsa liquidità del titolo e difficoltà di far comprendere al mercato il valore reale del modello di *business* hanno rappresentato le principali criticità.

Nel complesso, l'esperienza ha fornito strumenti preziosi di *governance*, controllo e *accountability*, che sono stati mantenuti anche dopo il *delisting*.

7.3 Suggerimenti di *policy*, contesto ambientale e strategia

Per l'imprenditore, la sfida principale del mercato EGM non riguarda le imprese, ma struttura e qualità degli investitori.

Le PMI italiane sono pronte a utilizzare la Borsa come leva di crescita, ma spesso si scontrano con una platea troppo orientata al breve periodo. Occorre favorire l'ingresso di investitori istituzionali e pazienti, anche tramite incentivi fiscali o programmi analoghi al PNRR.

L'imprenditore evidenzia inoltre la necessità di maggiore omogeneità tra le aziende ammesse al listino, con soglie dimensionali più chiare e segmenti dedicati, e propone di ridurre oneri e costi di compliance, oggi eccessivi per le PMI manifatturiere. Semplificazione e qualità degli investitori restano, secondo lui, le leve decisive per rendere il mercato più attrattivo e sostenibile.

Dopo il *delisting*, Nice Footwear ha mantenuto invariati i pilastri della propria strategia: valorizzazione del capitale umano, digitalizzazione dei processi e sostenibilità ambientale. L'azienda continua a svilupparsi come piattaforma multi-competenza, che integra manifattura, *design* e tecnologia al servizio dei grandi marchi del lusso. La struttura attuale comprende dodici società operative, ciascuna con competenze specifiche e complementari.

Nel 2025, per accompagnare il percorso di crescita e rendere più efficiente il modello operativo, l'azienda ha introdotto una nuova organizzazione articolata in quattro Business Unit: *Innovating Studio*, *Crafting Luxury*, *Driving Brands* e *Mastering Production*. Questo modello integrato, sostenuto anche dalla partnership con Palladio Holding, mira a rafforzare il posizionamento del Gruppo come *service provider* di riferimento nel *footwear* italiano e internazionale, offrendo un servizio a 360 gradi ai marchi *partner*, dalla fase creativa alla produzione e distribuzione.

Le quattro Business Unit riflettono la volontà di coniugare artigianalità e tecnologia. *Innovating Studio* è il laboratorio di ricerca e sviluppo, punto di partenza per la progettazione digitale e la prototipazione rapida. *Crafting Luxury* custodisce il *know-how* manifatturiero della Riviera del Brenta, integrando qualità e innovazione. *Driving Brands* gestisce i marchi proprietari e in licenza, curandone posizionamento e distribuzione internazionale. *Mastering Production*, infine, rappresenta il cuore industriale del gruppo, con due filiali in Asia, specializzate in produzione su larga scala per il mondo *sneaker*.

Il capitale umano rimane al centro della visione di lungo periodo. Con circa 300 dipendenti e una presenza internazionale che comprende sei stabilimenti produttivi in Italia e showroom a Milano e Parigi, Nice Footwear continua a investire in formazione e sviluppo delle persone, promuovendo una cultura del lavoro basata su collaborazione e valorizzazione delle competenze.

Innovazione e sostenibilità sono dimensioni intrecciate nella strategia del gruppo. Nice Footwear ha sviluppato internamente un software proprietario per la progettazione digitale delle calzature, che riduce tempi di prototipazione e sprechi di materiale e migliora la tracciabilità dei processi. L'azienda redige il bilancio di sostenibilità, giunto alla quinta edizione, e promuove una filiera certificata a basso impatto ambientale.

La creazione di quattro Business Unit dà evidenza organizzativa a questi principi: *Innovating Studio* guida i progetti di *eco-design* e innovazione tecnologica; *Crafting Luxury* rafforza il legame con territorio e tradizioni manifatturiere venete; *Driving Brands* favorisce la crescita sui mercati internazionali; *Mastering Production* ottimizza la *supply chain* globale per ridurre tempi, costi e impatto ambientale.

La crescita internazionale prosegue attraverso l'espansione in mercati europei strategici e la collaborazione con i principali brand globali del settore *luxury*. Per Conterno, la sostenibilità è elemento competitivo e la digitalizzazione è una leva per rafforzare il posizionamento del *Made in Italy*. Visione industriale di lungo periodo, *governance* snella e presenza di un investitore strategico solido sono oggi la base del modello di crescita di Nice Footwear.

8 Conclusioni

Dalle testimonianze raccolte emergono con chiarezza alcuni elementi ricorrenti che attraversano le diverse esperienze di quotazione, *translisting* e *delisting*, configurando un quadro articolato delle dinamiche che regolano l'accesso e la permanenza delle PMI sui mercati dei capitali.

In primo luogo, la decisione di quotarsi risulta prevalentemente guidata da motivazioni strategiche di lungo periodo, ad esempio, dalla necessità di reperire capitali per sostenere la crescita in settori fortemente *capital intensive*, piuttosto che da valutazione di convenienza economica immediata. Gli imprenditori riconoscono alla quotazione benefici che trascendono la mera raccolta di risorse finanziarie: la visibilità acquisita, il rafforzamento della credibilità nei confronti di clienti e controparti internazionali, l'imposizione di una disciplina organizzativa e di *governance* più rigorosa, la crescita del *know-how* aziendale, e il significativo miglioramento delle condizioni di accesso al credito. In particolare, la possibilità di presentarsi come società quotata, con procedure di compliance ben definite, consente di superare barriere, rafforzando lo *standing* creditizio e facilitando l'interlocuzione con *partner* esterni.

Tuttavia, l'esperienza sul mercato si confronta sistematicamente con criticità strutturali che minano la sostenibilità della permanenza nel medio-lungo periodo. La scarsa liquidità e l'*underpricing* dei titoli costituiscono i principali e più ricorrenti elementi di insoddisfazione manifestati dagli imprenditori intervistati. Tale fenomeno si configura come una problematica endemica: le valutazioni di mercato risultano frequentemente scollegate dai fondamentali aziendali, generando frustrazione in imprenditori che, pur avendo realizzato acquisizioni, raddoppiato linee di *business* e migliorato significativamente le performance operative, assistono a quotazioni che non riflettono adeguatamente il valore costruito.

Le decisioni di *delisting* derivano dalla constatazione che il mercato potrebbe non esprimere una valorizzazione adeguata, perciò, quando si presentano opportunità di ingresso in gruppi internazionali o proposte di acquisizione che valorizzano l'azienda su base dei fondamentali reali, in alcuni casi con valutazioni doppie rispetto a quelle espresse dal mercato, la scelta del *delisting* si configura come naturale evoluzione strategica. Gli imprenditori sottolineano come l'uscita dal mercato consenta di recuperare libertà decisionale per investimenti di medio-lungo termine senza il vincolo di una valutazione sotto le attese, e una comunicazione meno rigida.

Molti imprenditori mantengono volontariamente, anche dopo il *delisting*, presidi di *governance* quali la semestrale certificata e il collegio sindacale, a testimonianza del valore permanente attribuito alla disciplina organizzativa acquisita durante la quotazione.

Il *translisting* verso il mercato principale si configura come un percorso volto a superare alcuni limiti strutturali dell'Euronext Growth Milan, ampliando l'accesso a una platea di investitori più qualificata e istituzionale. Le motivazioni

che guidano questa scelta riguardano sia gli aspetti di compliance, poiché i requisiti più rigorosi del segmento STAR sono percepiti come un segnale di credibilità aggiuntiva, soprattutto nei confronti di controparti internazionali, sia le potenziali ricadute commerciali connesse a un posizionamento più visibile e maggiormente attrattivo per interlocutori di dimensioni superiori. Il passaggio comporta un incremento dei costi, riconducibile al rafforzamento delle funzioni interne, all'ampliamento del Consiglio di amministrazione, all'aggiornamento dei sistemi informativi. Nonostante ciò, anche dopo il *translisting*, alcuni emittenti segnalano la persistenza di fenomeni di sottovalutazione del titolo, un aspetto generalmente interpretato come risultato di dinamiche più ampie che caratterizzano il contesto finanziario continentale.

Trasversalmente alle testimonianze raccolte, la dimensione culturale emerge come uno dei principali fattori che condizionano l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali. La transizione da un modello proprietario familiare o padronale a un assetto aperto al mercato implica l'accettazione di una maggiore condivisione del controllo, l'adozione di pratiche di *governance* più formalizzate e l'inserimento in processi decisionali più strutturati e monitorati. Ciò comporta non solo il confronto sistematico delle scelte strategiche con investitori e *stakeholder*, ma anche un impegno continuo nella comunicazione finanziaria e nella gestione del rapporto con il mercato. Sebbene molti imprenditori riconoscano che la quotazione contribuisca a ridurre la componente emotiva nelle decisioni e a rafforzare trasparenza e chiarezza degli obiettivi, permane una certa tensione tra le logiche e le tempistiche richieste dal mercato e quelle che caratterizzano i processi di sviluppo industriale.

Le indicazioni di *policy* emerse dalle interviste agli imprenditori si articolano lungo diverse direttrici complementari. Sul fronte della liquidità del mercato, gli intervistati richiamano l'attenzione sull'opportunità di rafforzare la presenza di investitori istituzionali attraverso meccanismi che favoriscano l'allocazione di quote di portafoglio verso l'Euronext Growth Milan, in analogia con quanto sperimentato in altri contesti europei. I Piani Individuali di Risparmio vengono riconosciuti come uno strumento che ha contribuito positivamente ad ampliare la base di investitori, suggerendo la possibilità di sviluppare ulteriormente iniziative di natura simile.

Un secondo elemento rilevante riguarda la tipologia e l'orizzonte temporale degli investitori presenti sul mercato. Gli intervistati sottolineano l'importanza di attrarre investitori con una prospettiva di medio-lungo periodo, capaci di valorizzare i progetti industriali e di distinguere tra iniziative con diversi gradi di solidità strategica. A tale proposito, vengono richiamate possibili configurazioni di patti parasociali che prevedano periodi minimi di permanenza nell'investimento, accompagnati da impegni reciproci in termini di trasparenza gestionale e politiche distributive pianificate. La qualità della base investitori emerge quindi come fattore rilevante, mentre le procedure amministrative per l'accesso al mercato, con l'eccezione dei processi di *due diligence*, sono generalmente considerate proporzionate alle esigenze delle PMI.

Sul piano della *governance*, alcuni intervistati suggeriscono di valutare l'opportunità di criteri di ammissione che possano contribuire a rafforzare la reputazione complessiva del sistema, preservando la fiducia attraverso *standard* di qualità elevati.

In ambito comunicativo e formativo, gli imprenditori riconoscono il valore di iniziative territoriali, quali i programmi promossi da alcune Regioni, che hanno contribuito a diffondere la conoscenza dello strumento della quotazione presso il tessuto imprenditoriale. Viene rilevata l'utilità di proseguire in un'azione di sensibilizzazione che affronti le barriere di natura culturale che talvolta limitano l'apertura delle PMI ai mercati dei capitali. Infine, emerge il suggerimento di considerare forme di sostegno, anche di natura fiscale, alle spese di consulenza nei primi anni successivi alla quotazione, fase in cui l'accompagnamento professionale risulta particolarmente rilevante per consolidare le competenze necessarie alla gestione dello *status* di società quotata.

In sintesi, le testimonianze convergono su un approccio multidimensionale che integra interventi sulla struttura del mercato, sulla qualità e composizione della base investitori, sulla *governance* e selezione delle società ammesse, e sul supporto formativo agli imprenditori. Tale visione sistemica richiede un coordinamento tra *policy maker*, operatori di mercato e sistema imprenditoriale per creare le condizioni strutturali che favoriscano una partecipazione più ampia e sostenibile delle PMI ai mercati dei capitali, preservando al contempo la solidità e l'attrattività complessiva del sistema.



Prospettive di ricerca sull'accesso al mercato dei capitali

IPO e fattori organizzativi: una *literature review* internazionale *M.G. Faletti e C. Frigerio*

- 1 Introduzione
- 2 Metodologia di selezione degli articoli e campione
- 3 Analisi descrittiva degli articoli campionati
- 4 Evoluzione dei temi di ricerca
- 5 Conclusioni

IPO e innovazione *G. Sangalli e A. Signori*

- 1 Introduzione
- 2 Effetti della quotazione sull'attività innovativa dell'impresa: la letteratura esistente
- 3 IPO e innovazione in Italia: alcuni dati
- 4 La propensione a innovare prima e dopo l'IPO
- 5 Conclusioni

IPO e fattori organizzativi: una *literature review* internazionale

M.G. Faletti e C. Frigerio (*)

1 Introduzione

La decisione delle piccole e medie imprese (PMI) di quotarsi in Borsa costituisce una fase strategica cruciale nel ciclo di vita aziendale. Tale scelta implica profondi effetti non solo sulla struttura finanziaria dell'impresa ma anche sui meccanismi di *governance* e sulle traiettorie strategiche di lungo periodo. I fattori che influenzano la propensione delle PMI a intraprendere un processo di quotazione, così come le determinanti della permanenza sul mercato, rimangono relativamente poco esplorati nella letteratura, specie se paragonati con gli studi dedicati alle grandi imprese quotate.

Tuttavia, le PMI presentano caratteristiche strutturali e organizzative peculiari che ne differenziano le motivazioni e le esperienze rispetto alle imprese di maggiori dimensioni, sia nel processo di quotazione sia nella successiva gestione della condizione di società quotata. Tali specificità includono maggiori vincoli di risorse, strutture proprietarie meno istituzionalizzate e traiettorie di crescita più eterogenee. Inoltre, il processo decisionale relativo alla quotazione può essere influenzato da fattori che trascendono le motivazioni finanziarie tradizionali, comprendendo considerazioni inerenti alla *governance*, alla *performance* di sostenibilità, e alla competitività del contesto di mercato (Singh; Rastogi, 2022).

Il presente articolo si propone di indagare la letteratura internazionale esistente in merito alle variabili che incidono sulla propensione alla quotazione (IPO) delle PMI per comprendere le teorie e le principali evidenze della ricerca accademica. Il tema delle IPO nelle PMI risulta infatti limitato e concentrato principalmente lungo alcune direttrici, che approfondiscono aspetti finanziari e, solo in rari casi, trattano il ruolo della *governance* e delle variabili organizzazione nelle decisioni di IPO.

(*) Martina Gaia Faletti Dottoranda di Ricerca, Università Cattolica (Milano);
Chiara Frigerio, Professore Associato di Organizzazione aziendale, Università Cattolica (Milano).

In particolare, l'elaborato si propone di rispondere alla seguente domanda di ricerca:

RQ: Come si è evoluto nel tempo il focus della ricerca accademica sulle IPO delle PMI? Quali filoni teorici stanno acquisendo crescente rilevanza rispetto agli approcci tradizionali, e in quali contesti geografici si concentra maggiormente la produzione scientifica?

L'elaborato presenta una *systematic literature review* condotta attraverso l'analisi sistematica di un campione di articoli scientifici¹.

2 Metodologia di selezione degli articoli e campione

La presente *literature review* si basa su un dataset costruito mediante un processo sistematico e sequenziale di identificazione, *screening* e selezione di articoli scientifici. L'approccio adottato per la selezione degli articoli ha coinvolto alcune banche dati accademiche riconosciute dalla comunità scientifica², con l'applicazione del metodo PRISMA (*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*), standard internazionale per la realizzazione e il reporting di revisioni sistematiche della letteratura (Page *et al.*, 2021)³.

Dal processo sopra descritto, sono stati individuati, in prima istanza, 376 articoli scientifici, pubblicati dal 1996 a ottobre 2025 (29 anni). A valle di una attività di *data quality*, si è ottenuto un unico dataset composto da una selezione di 356 articoli⁴.

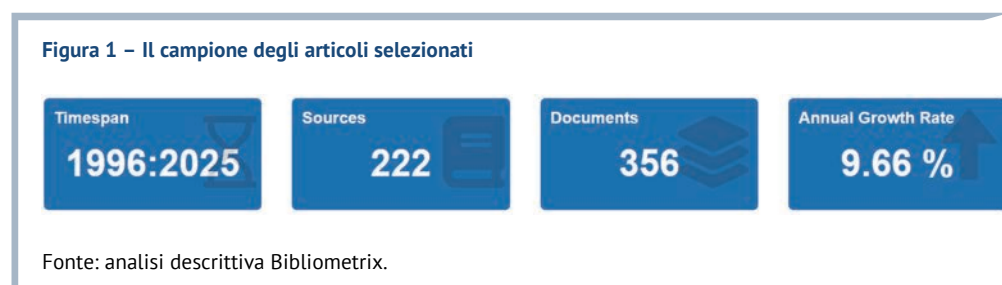
- 1 La selezione degli articoli oggetto di analisi è stata basata su criteri di inclusione ed esclusione delle parole chiave e procedure di screening progressivo con i titoli, gli abstract, e, infine, i testi completi dalle banche dati accademiche Scopus e Web of Science. Il processo di raccolta, pulizia e analisi dei dati bibliografici è stato supportato dall'utilizzo del linguaggio di programmazione R e dall'applicazione di metodi statistici avanzati, che consentono di sistematizzare in modo più rigoroso i contributi individuati e renderli replicabili.
- 2 In particolare, Scopus e Web of Science (WOS).
- 3 Tale approccio prevede un processo strutturato in fasi sequenziali: identificazione degli articoli attraverso ricerche nelle banche dati, screening preliminare dei titoli e abstract, valutazione dell'eleggibilità tramite lettura completa dei testi, e inclusione finale degli articoli in un dataset di riferimento, garantendo trasparenza e riproducibilità nell'analisi bibliometrica.
- 4 Per la fase di pulizia e consolidamento del dataset, i risultati sono stati importati e processati in R tramite l'IDE RStudio. Il processo ha previsto:
 - a) la combinazione delle due basi dati;
 - b) l'identificazione sistematica dei duplicati attraverso il confronto di DOI, titoli e autori, che ha portato alla rimozione di 20 articoli duplicati;
 - c) la standardizzazione delle informazioni bibliografiche (normalizzazione dei nomi degli autori, uniformazione delle affiliazioni e correzione di eventuali errori di importazione) per garantire coerenza nelle analisi successive.

Il dataset finale è stato successivamente importato in Biblioshiny, un pacchetto di R per l'analisi bibliometrica, al fine di esaminare i trend di pubblicazione e i cluster tematici della letteratura.

3 Analisi descrittiva degli articoli campionati

Nel periodo di riferimento (1996-2025), l'analisi bibliometrica dei 356 articoli ha evidenziato una crescita costante e progressiva della ricerca in materia di IPO delle PMI, con un tasso medio di crescita annuo del 9,66% (Vedi Figura 1), segno dell'interesse crescente della comunità scientifica per questo tema.

La distribuzione temporale mostra una produzione limitata fino alla metà degli anni 2000, seguita da un incremento significativo a partire dal 2010 al 2015 e da una fase di maggiore maturità fino al 2024.

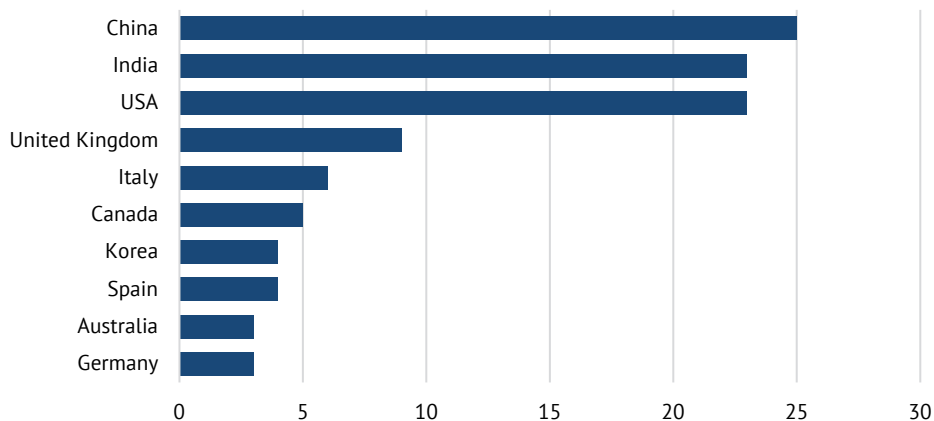


Al fine di comprendere le comunità scientifiche di riferimento e le relative influenze nella ricerca, sono stati analizzati sia gli autori degli articoli sia le relative citazioni.

Le riviste accademiche che si occupano di questo ambito di studi appartengono prevalentemente a due discipline principali: *corporate finance* (ad esempio: *Journal of Financial Economics* con 483 citazioni locali, *Journal of Finance* con 431) e *strategic management* (*Strategic Management Journal* con 438 citazioni, *Academy of Management Journal* con 367). Questa distribuzione riflette la duplice impostazione teorica della letteratura sulle IPO delle PMI, che unisce una prospettiva finanziaria, incentrata principalmente sulle dinamiche di valutazione e sulla struttura proprietaria, a una prospettiva organizzativa, meno esplorata, incentrata su *governance*, processi decisionali e *leadership*.

Sotto il profilo geografico, i 356 articoli appartengono in prevalenza alla scuola asiatica (Cina e India con, rispettivamente, 25 articoli e 23 articoli), seguita da quella anglosassone (Stati Uniti con 23 articoli e UK con 9). L'Italia si posiziona al quinto posto per numero di articoli pubblicati sull'argomento (6 articoli) (Vedi Figura 2). Questa distribuzione fa emergere l'interesse globale del tema soprattutto nei Paesi che si contraddistinguono per mercati finanziari evoluti e per caratteristiche del tessuto economico basato sulle PMI.

Figura 2 – Numero di documenti per area geografica
 (in valore assoluto)

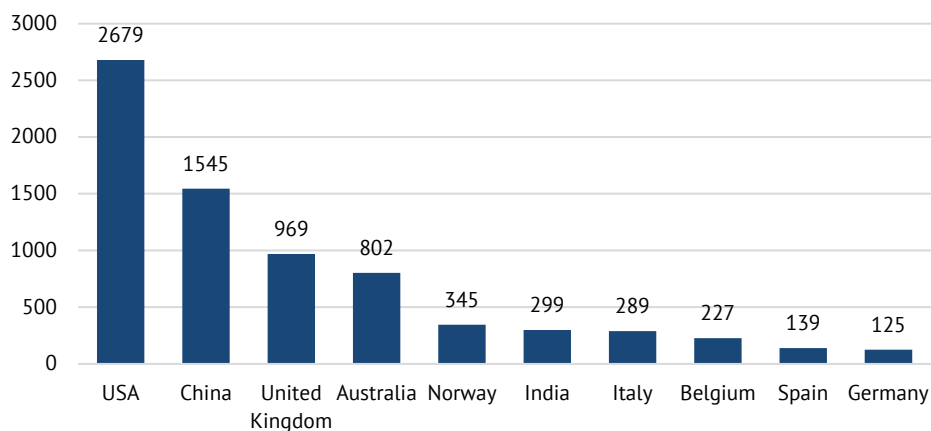


Fonte: analisi descrittiva Bibliometrix.

Leggermente diversa la composizione delle citazioni (*reference*) che indica le scuole di origine e la tradizione accademica: la classifica è guidata dagli Stati Uniti (2.679 citazioni), Cina (1.545), seguita da UK, Australia e Norvegia (Vedi Figura 3).

All'interno di questi contributi, di particolare interesse, inoltre la presenza di alcuni studi multi-paese che includono principalmente i paesi nordici (Danimarca, Finlandia, Norvegia, Svezia) o mercati emergenti (in particolare, Sudamerica). Questi studi si contraddistinguono per avere *setting* specialistici, ad esempio, su temi di sostenibilità (Boulton *et al.*, 2024) e multiculturali.

Figura 3 – Numero di citazioni per area geografica
 (in valore assoluto delle citazioni)



Fonte: analisi descrittiva Bibliometrix.

4 Evoluzione dei temi di ricerca

Nel complesso, la letteratura in tema di IPO delle PMI dimostra una crescente importanza dei temi di *governance* e delle strategie manageriali nella comprensione dei processi di accesso delle PMI ai mercati pubblici dei capitali.

Al fine di mappare l'evoluzione dei temi più diffusi nel periodo in esame, sono state condotte due analisi: la prima sulle parole chiave, attraverso un'analisi di co-occorrenza, la seconda attraverso un'analisi di *co-citation network*, i cui risultati sono rappresentati, rispettivamente, nella Figura 4 e Figura 5.

La analisi di co-occorrenza⁵ permette di osservare un progressivo mutamento degli interessi di ricerca, che riflette la più ampia evoluzione teorica e multidisciplinare degli studi sulle IPO delle PMI.

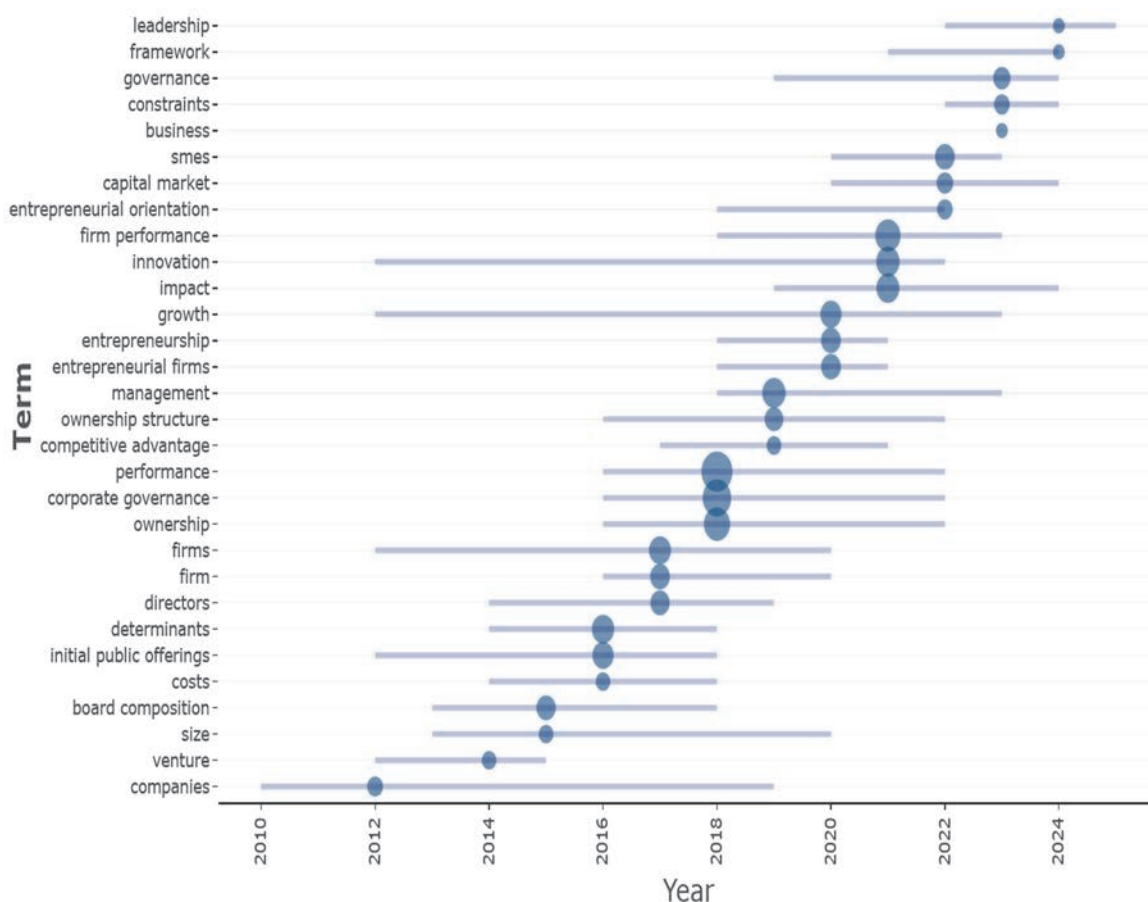
Si evidenzia, in particolare, una fase iniziale, indicativamente dal 1996 al 2014, nella quale la produzione accademica riflette ancora l'interesse prevalente per aspetti prettamente finanziari e di mercato. Negli *abstract* e nelle parole chiave ricorrono con termini quali *venture*, *companies* e *board composition* che caratterizzano gli studi orientati alla comprensione dei meccanismi di accesso ai mercati dei capitali e delle dinamiche di *governance* nelle fasi iniziali post-quotazione.

A partire dal 2015, la letteratura mostra uno spostamento significativo verso profili manageriali e imprenditoriali. Emergono con maggiore prominenza concetti legati alla relazione tra IPO e performance aziendale (*firm performance*, *competitive advantage*), alle dinamiche organizzative (*management*, *ownership structure*) e alla capacità imprenditoriale (*entrepreneurship*, *entrepreneurial orientation*).

Il periodo più recente (2018-2024) consolida questa tendenza e introduce temi nuovi quali *governance*, *framework* (ossia struttura organizzativa) e *leadership*, segnalando uno spostamento dell'attenzione accademica verso gli aspetti strategici, istituzionali e di governo societario che influenzano l'intero processo di quotazione. In particolare, l'emergere di termini come *growth* e *impact* suggerisce una visione sempre più olistica e multidimensionale del fenomeno IPO nelle PMI, che integra prospettive finanziarie, organizzative, strategiche e di sostenibilità nella comprensione del processo di transizione al mercato pubblico e della creazione di valore nel lungo periodo (Figura 4).

5 L'analisi di co-occorrenza di parole chiave serve a identificare e visualizzare le relazioni tra concetti o temi ricorrenti all'interno di un insieme di pubblicazioni in Bibliometrix. Questa metodologia consente, perciò, di identificare e visualizzare le relazioni tra concetti ricorrenti all'interno del corpus bibliografico, mappando la loro rilevanza e interconnessione nel tempo, tramite le righe, che identificano l'asse temporale di comparsa del termine, e l'impatto del termine, rappresentato con un cerchio.

Figura 4 – Analisi di co-occorrenza delle parole chiave

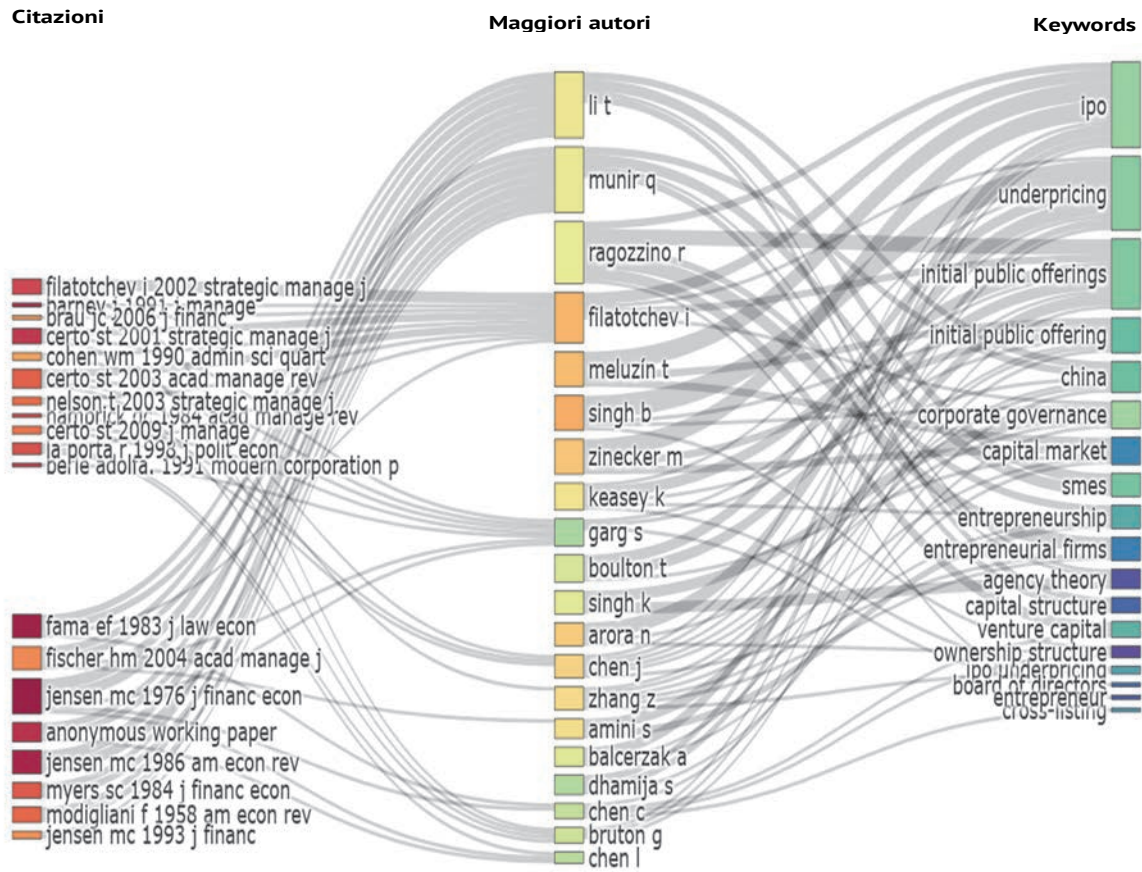


Fonte: analisi descrittiva Bibliometrix.

L'analisi dei temi prevalenti è stata rafforzata da un'analisi del network di co-citazione (vedi Figura 5) che indica, attraverso un *three-field plot* (o diagramma di Sankey)⁶, gli autori più produttivi e influenti nella ricerca accademica. Attraverso i flussi visualizzati, infatti, è possibile tracciare l'influenza teorica che collega i riferimenti bibliografici fondamentali agli autori contemporanei e ai temi di ricerca dagli stessi trattati.

6 Strumento che rappresenta flussi tra elementi di un sistema mediante frecce la cui larghezza è proporzionale all'intensità delle connessioni. Nel presente contesto, questo strumento consente di mappare le relazioni tra tre dimensioni bibliometriche: le fonti più co-citate (CR, a sinistra), gli autori dei 356 articoli selezionati (AU, al centro) e le parole chiave descrittive (DE, a destra).

Figura 5 – Co-citation Network



Fonte: analisi descrittiva Bibliometrix.

Le fonti citate (colonna di sinistra) identificano il nucleo teorico della letteratura: i lavori che rappresentano le fondamenta (evidenziati in tonalità più scure) includono contributi quali Jensen; Meckling (1976), Fama; Jensen (1983), e altri studi chiave nel campo della finanza aziendale e della teoria dell'agenzia. Questi riferimenti rappresentano le fondamenta teoriche su cui gli autori contemporanei costruiscono le proprie argomentazioni. Inoltre, il *network* di citazione evidenzia due *cluster* principali: un primo *cluster* di matrice economico-finanziaria, ancorato alla teoria dell'agenzia e allo studio della struttura proprietaria (con riferimenti a Jensen; Meckling, Fama; Jensen, e lavori sulla

finanza aziendale), e un secondo *cluster* di orientamento manageriale e strategico, focalizzato su *governance*, processi decisionali e *performance* imprenditoriale come Filatotchev (2002), Certo (2001; 2003).

È particolarmente significativo il ruolo di "ponte epistemologico" svolto da Jensen; Meckling (1976): il loro lavoro sulla teoria dell'agenzia costituisce un punto di connessione tra l'economia finanziaria e le teorie dell'organizzazione, fornendo il *framework* concettuale alla base della moderna *corporate governance*.

La colonna centrale della Figura 5 mostra gli autori più produttivi e influenti del *dataset* analizzato (evidenziati con dimensione e colore in tonalità più scure), che hanno contribuito in modo significativo al dibattito sulle IPO delle PMI. L'intensità dei flussi che collegano questi autori alle fonti citate e alle parole chiave indica la forza delle connessioni tematiche e metodologiche (Li; Munir per le discipline finanziarie, mentre Ragozzino; Filatotchev per le discipline manageriali).

Le parole chiave (colonna di destra) riflettono i principali temi. *IPO*, *underpricing*, *corporate governance*, *entrepreneurship*, *capital structure* e *ownership structure* emergono come concetti centrali, confermando la duplice impostazione teorica precedentemente rappresentata.

L'integrazione tra le due analisi condotte conferma il progressivo ampliamento delle prospettive teoriche nel campo di studi, e riflette la maturazione del campo di studi verso un approccio multidisciplinare che integra lenti interpretative finanziarie, organizzative e strategiche.

5 Conclusioni

Il presente contributo delinea un quadro teorico in fase di progressiva maturazione, caratterizzato da una pluralità di approcci interpretativi che si intersecano nella spiegazione dei processi di quotazione delle PMI.

L'analisi identifica un insieme articolato di fattori che influenzano la propensione delle PMI alla quotazione. Oltre alle motivazioni finanziarie tradizionali legate all'accesso al capitale e alla riduzione del costo del debito, emergono *driver* di natura strategica e organizzativa, riconducibili a distinti *framework* teorici. L'accesso a risorse critiche quali competenze specialistiche e *network* professionali, interpretato dalla teoria della dipendenza dalle risorse, si integra con la rilevanza attribuita alle caratteristiche individuali dei decisori e alla composizione del *top management* team. L'analisi della letteratura evidenzia, in sintesi, come la teoria dell'agenzia, pur mantenendo una posizione dominante, sia sempre più complimentata da prospettive alternative che meglio catturano le specificità del contesto imprenditoriale. L'evoluzione tematica identificata conferma un progressivo spostamento dell'attenzione accademica dalle questioni esclusivamente finanziarie verso dimensioni strategiche e imprenditoriali, con enfasi crescente su *entrepreneurial orientation*, *innovation capabilities* e *performance* post-IPO.

Sul piano geografico, oltre la letteratura selezionata riflette una distribuzione che privilegia contesti emergenti, confermando l'evoluzione del campo di studi verso mercati caratterizzati da maggiore dinamismo istituzionale e complessità informativa. Il contributo delle economie emergenti asiatiche risulta particolarmente pronunciato, con studi dedicati all'India e alla Cina. Gli studi dedicati a economie sviluppate includono analisi sul mercato statunitense, giapponese e su contesti europei, che presentano caratteristiche distintive in termini di dipendenza dal finanziamento bancario e necessità di sviluppo di mercati alternativi per le PMI.

Rilevante è inoltre la presenza di studi multi-paese che includono i paesi scandinavi (Danimarca, Finlandia, Norvegia, Svezia) come *setting* con elevati livelli di progresso verso gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile e livelli di *underpricing* tendenzialmente più contenuti (Boulton *et al.*, 2024). Questi contributi multi-paese analizzano campioni estesi attraverso diverse aree geografiche, includendo anche mercati dell'America Latina, consentendo analisi comparative della relazione tra progresso istituzionale, variabili culturali e fenomeni di *underpricing* nelle IPO delle PMI.

Diverse direttrici emergono come promettenti per l'avanzamento della letteratura. Appare necessario un maggiore impegno verso approcci che riconoscano l'interdipendenza tra meccanismi di *governance*, caratteristiche del *team* imprenditoriale e contesto istituzionale. Il tema dell'innovazione richiede attenzione più sistematica, e l'integrazione di prospettive istituzionali e culturali emerge come necessaria per comprendere come norme sociali, aspettative degli *stakeholder* e contesti regolatori modellino le pratiche di *governance*.

IPO e innovazione

G. Sangalli e A. Signori (*)

1 Introduzione

La scelta di quotarsi costituisce un passo fondamentale nella vita di un'impresa. È noto che la quotazione comporta dei costi, sia di natura diretta, legati cioè alle fasi e attori coinvolti nel processo di *Initial Public Offering* (IPO), sia di natura indiretta, quali ad esempio il dover sottostare a più stringenti vincoli regolamentari e di *disclosure* e possibili costi di agenzia legati alla separazione tra proprietà e controllo. Un'impresa, tuttavia, può ritenere ottimale effettuare un'IPO alla luce dei molteplici vantaggi che ne derivano e che sono ampiamente documentati dalla letteratura sul tema: tra gli altri, maggiore credibilità e reputazione, riduzione delle asimmetrie informative tra azienda e investitori, accesso a capitali utili alla crescita, migliori condizioni di accesso al credito e la possibilità per gli azionisti esistenti di liquidare le proprie posizioni (Pagano *et al.*, 1998; Bancel e Mittoo, 2009). Una dimensione dell'azienda sulla quale la decisione di quotazione genera importanti implicazioni è indubbiamente quella degli investimenti in innovazione.

2 Effetti della quotazione sull'attività innovativa dell'impresa: la letteratura esistente

I proventi della quotazione e la maggiore facilità di accesso al mercato dei capitali possono infatti rappresentare risorse fresche da allocare a progetti di ricerca e sviluppo, con un atteso incremento degli investimenti in innovazione e dei risultati connessi. Sebbene una parte della letteratura concordi con questa visione (Brown *et al.*, 2012), il dibattito è aperto e diversi studi suggerirebbero come le imprese private possano essere più innovative dato che la volontà del mercato azionario di vedere risultati di breve periodo comporterebbe investimenti subottimali (Stein, 1989) portando le quotate a perseguire strategie caratterizzate da minor incertezza di risultato a scapito però del potenziale innovativo (Gao *et al.*, 2018; Wies e Moorman, 2015). Tra i fattori che possono influenzare negativamente gli investimenti in innovazione si segnalano, inoltre, gli oneri regolamentari derivanti dalla quotazione (Dambra e Gustafson, 2021) e la maggiore trasparenza richiesta che espone le aziende quotate al rischio di

(*) Gabriele Sangalli, Dottorando di Ricerca, Università Cattolica (Milano);
Andrea Signori, Professore Ordinario di Finanza aziendale, Università Cattolica (Milano).

svelare informazioni rilevanti su progetti che richiederebbero invece una certa confidenzialità (Bhattacharya e Ritter, 1983).

Per misurare quanto un'impresa innovi un primo parametro cui ci si affida è l'ammontare investito in Ricerca e Sviluppo (R&S). Se da un lato c'è chi suggerisce che buona parte dei proventi di un'offerta pubblica iniziale venga utilizzata per aumentare le spese in tale attività (Kim e Weisbach, 2008), dall'altro si evidenziano casi nei quali le risorse indirizzate all'innovazione calerebbero in seguito alla quotazione, come nel contesto delle imprese hi-tech già dotate, al momento dell'IPO, di un nutrito portafoglio brevettuale (Vismara, 2014). A supporto della prima linea di pensiero, le aziende che compiono il percorso inverso e si delistano tornando allo *status* di *private* sembrano mostrarsi propense a ridurre i propri investimenti (Straska *et al.*, 2012). Tuttavia, uno dei principali limiti di tale misura risiede nel fatto che le risorse allocate a ricerca e sviluppo rappresentano una misura di "input", ma una loro eventuale crescita non è necessariamente legata a un incremento nella produzione di innovazioni (Hirschleifer *et al.*, 2013). Ecco perché spesso oggetto delle attenzioni degli studiosi è il numero di brevetti prodotti e il numero di citazioni brevettuali ricevute: queste due grandezze di "output" sono ritenute in grado di fornire rispettivamente una misura quantitativa e una qualitativa dell'innovazione effettivamente generata da un'impresa. A testimonianza della rilevanza che il mercato attribuisce all'attività brevettuale si segnala come le reazioni dei prezzi azionari alla notizia della concessione di un nuovo brevetto sono utilizzate per stimarne in anticipo il valore (Kogan *et al.*, 2017).

Il dibattito riguardo agli effetti di un'IPO è aperto anche su questo tema. Coerenti con l'idea che le imprese quotate sarebbero più propense a dedicarsi a progetti meno rischiosi e più convenzionali (Ferreira *et al.*, 2014), ci sono studi che sottolineano come la qualità dei brevetti diminuisca in seguito a un'offerta pubblica iniziale. Aggarwal e Hsu (2014) rilevano un calo nella produzione dei brevetti prodotti, attribuendo la causa alla maggiore disclosure che mette a repentaglio la segretezza dei progetti. Bernstein (2015) spiega tale peggioramento con dinamiche legate a turnover e produttività degli inventori, diminuzione degli incentivi dei *manager* a innovare e un'evoluzione della strategia delle imprese che divengono più inclini ad acquisire tecnologie per canali esterni. Alcuni studi confermano il calo che affliggerebbe la qualità dell'innovazione ma al contempo registrano un aumento del numero di brevetti prodotti (Wu, 2012). Differentemente rispetto a questi risultati, le imprese quotate che appartengono a settori dove ci si affida maggiormente al mercato dei capitali¹ (e quindi a finanziamenti esterni) godrebbero del più semplice

1 Tra quelli che in maggior misura ne dipendono ne emergono per lo più di manifatturieri (come quelli che si occupano della produzione di prodotti chimici, apparecchiature mediche, mezzi di trasporto, semiconduttori o di articoli in plastica, legno o gomma); si segnalano, inoltre, attività legate all'estrazione di materie prime (metalli, gas o petrolio) e a servizi di telefonia o programmazione informatica.

accesso a nuove risorse in misura tale da effettuare più R&S e costruire migliori portafogli di brevetti (Acharya e Xu, 2017).

3 IPO e innovazione in Italia: alcuni dati

Alla luce di questa letteratura si può ora prendere un campione di imprese che si sono quotate negli ultimi anni descrivendo come si è evoluta la loro attività di innovazione in prossimità dell'ingresso sul mercato. A tale scopo sono state considerate le aziende italiane quotate in Italia tra il 2007 e il 2018 presenti sulla piattaforma DataHub di Moody's²: ne sono state individuate 166; si è tenuto presente sia delle imprese (65) che si sono quotate sui mercati regolamentati di Borsa Italiana (es. MTA, oggi Euronext Milan), che di quelle (101) che lo hanno fatto su MTF (AIM Italia, ora Euronext Growth Milan)³. L'innovazione delle imprese è stata catturata attraverso il numero di brevetti depositati⁴, confrontando come esso si sia evoluto prima e dopo l'IPO nei sei anni a cavallo del *listing*. I dati a proposito dei brevetti sono stati ricavati dal database PATSTAT, curato dall'European Patent Office (versione autunnale 2023) e associati alle imprese che li hanno depositati grazie alla banca dati Orbis Intellectual Property. Per poter comparare il triennio precedente la quotazione con quello successivo, è stato necessario escludere le imprese che sono uscite dal mercato prima che la loro permanenza avesse raggiunto tale durata triennale e quelle la cui data di costituzione risaliva a meno di tre anni prima del *listing*. Il campione finale è composto da 113 aziende, delle quali 40 si sono quotate su mercati regolamentati mentre 73 lo hanno fatto su MTF.

La Figura 1 mostra l'evoluzione delle imprese che si sono quotate anno per anno (e come sono ripartite nei due gruppi): mediamente ci sono state 9,4 IPO per anno (3,3 sul mercato regolamentato, 6,1 su MTF). L'anno che ha fatto registrare più quotazioni è il 2007 (20) seguito da 2017 e 2018 (entrambi con 17). Se nei primi due anni osservati le quotazioni sul mercato regolamentato sono state maggiori di quelle su MTF e raggiungono i propri picchi in termini di numerosità (17 nel 2007 e 5 nel 2008), la tendenza va poi rapidamente a ribaltarsi con culmini per le IPO su MTF fatti registrare nel 2018 (15), 2017 (14) e 2014 (12).

Le attività economiche più rappresentate sono quelle (utilizzando il livello più "alto" del codice ATECO 2022) relative alle aree "C-Attività manifatturiere", con 47 imprese, "M-Attività professionali, scientifiche e tecniche" (14), "J-Servizi di

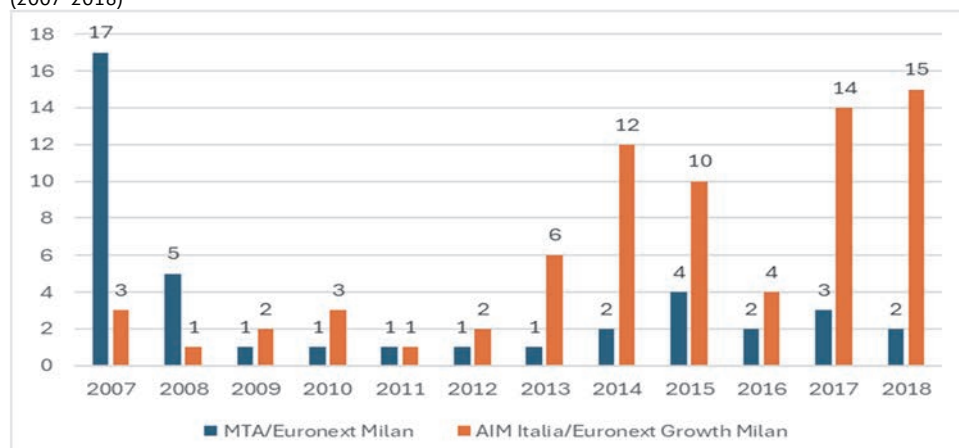
2 Sono state prese in considerazione le aziende che hanno fatto registrare, in almeno uno degli anni disponibili nella banca dati (2007-2022), almeno 10 milioni di euro di totale dell'attivo.

3 Alle imprese che si sono quotate su MTA e a quelle che lo hanno fatto su AIM Italia sono state aggiunte rispettivamente quelle quotate sul Mercato Expandi (12) e quelle su MAC (7).

4 Si noti come per evitare problemi di *double-counting*, in caso di brevetti multipli appartenenti alla stessa "famiglia", cioè che fanno riferimento alla stessa invenzione ma depositati presso uffici brevettuali di paesi diversi (talvolta anche con tempistiche diverse), si è conteggiato solo il primo brevetto depositato in ordine cronologico (nella cosiddetta *priority date* - si veda, ad esempio, Martínez, 2011, per un approfondimento sui diversi tipi di "famiglie").

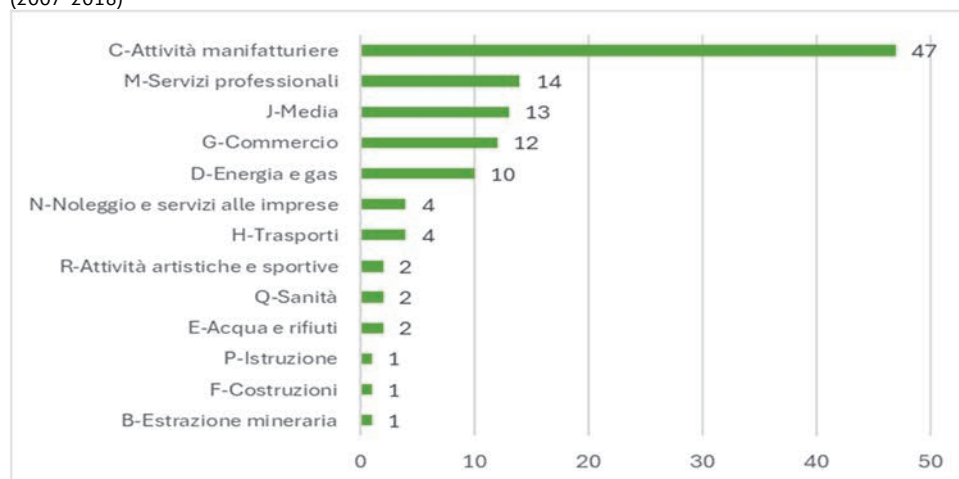
informazione e comunicazione” (13), “G-Commercio all’ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli” (12) e “D-Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata” (10), seguite da tutti gli altri settori con meno di 5 quotazioni ciascuno. Tale suddivisione settoriale è riassunta nella Figura 2.

Figura 1 – Numero di IPO annuali
(2007-2018)



Fonte: elaborazione su dati DataHub (Moody's) - IPO realizzate tra il 2007 e il 2018 (da parte di imprese con almeno tre anni di attività, la cui permanenza sul mercato è durata almeno un triennio e che abbiano fatto registrare un totale dell’attivo di almeno 10 milioni di euro in almeno un anno tra quelli disponibili nella banca dati di riferimento) distinguendo quelle avvenute su MTA (oggi Euronext Milan) e AIM Italia (l’attuale Euronext Growth Milan).

Figura 2 – Numero di IPO per settore
(2007-2018)



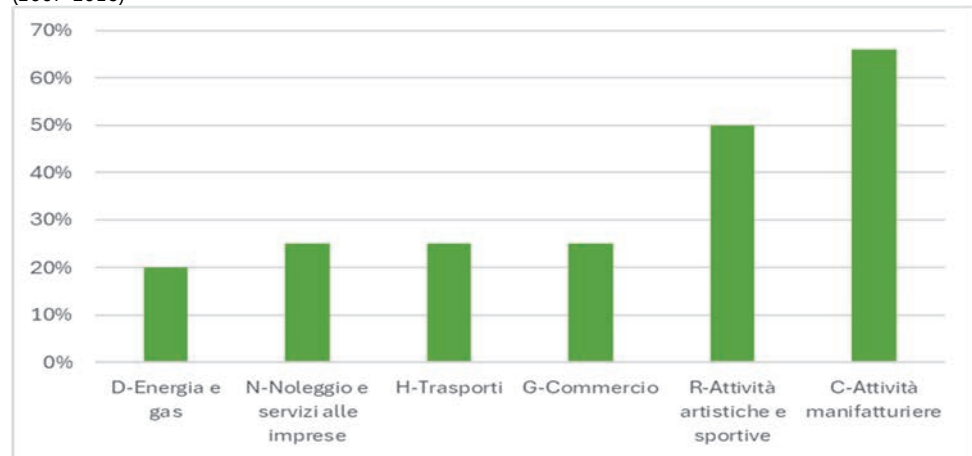
Fonte: elaborazione su dati DataHub (Moody's). Campione suddiviso a seconda delle aree economiche (individuate dal codice ATECO 2022, qui semplificate) cui appartengono le varie imprese.

L’attività brevettuale non è cosa comune a ogni impresa e solo il 34,5% delle imprese (39 su 113) ha depositato un brevetto nei sei anni a cavallo della quotazione. Tali imprese si concentrano per lo più nel settore manifatturiero (31), tra le quali spiccano le attività economiche che il codice ATECO identifica

come “Fabbricazione di macchinari e apparecchiature n.c.a.” (codice 28), “Fabbricazione di apparecchiature elettriche e apparecchiature per uso domestico non elettriche” (codice 27) e “Fabbricazione di prodotti farmaceutici di base e di preparati farmaceutici” (codice 21) cui appartengono rispettivamente un ammontare di 8, 5 e 4 imprese “innovatrici” (su 10, 5 e 5 nel campione totale).

La Figura 3 presenta, per i settori dove almeno un’impresa ha brevettato⁵, la percentuale di innovatori. Nel settore manifatturiero il 65% delle aziende che sono entrate sul mercato si sono cimentate nella creazione di brevetti. Si escludessero le imprese che si occupano di attività manifatturiere, tra le rimanenti 66 solo 8 (il 12%) sarebbero imprese “innovatrici”⁶.

Figura 3 – Percentuale di imprese “innovatrici” tra le quotate (2007-2018)



Fonte: elaborazione su dati PATSTAT (EPO, versione autunnale 2023), DataHub (Moody's) e Orbis Intellectual Property (Moody's). Percentuale di imprese “innovatrici” (che hanno, cioè, depositato almeno un brevetto nei sei anni in esame) dei settori che ne hanno almeno una.

4 La propensione a innovare prima e dopo l'IPO

Guardando più nel dettaglio le 39 imprese richiedenti almeno un brevetto nell'arco temporale di interesse, bisogna evidenziare come 7 di queste ne abbiano depositati nel periodo precedente all'ingresso sul mercato per poi smettere di farlo successivamente (mediamente hanno depositato 2 brevetti ciascuna nel periodo prima del proprio *listing*); al contrario, 8 ne hanno richiesto almeno 1 nel periodo seguente la quotazione (con una media, stavolta, di 1,38 per ognuna) ma non precedentemente: non è, allora, evidente se quotarsi possa

5 Sono esclusi quindi “B-Estrazione di minerali da cave e miniere”, “E-Fornitura di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento”, “F-Costruzioni”, “J-Servizi di informazione e comunicazione”, “M-Attività professionali, scientifiche e tecniche”, “P-Istruzione” e “Q-Sanità e assistenza sociale”.

6 Tale percentuale salirebbe al 25% (8 su 32) tenendo conto solo dei settori (diversi da quello manifatturiero) con almeno un’impresa “innovatrice” e che sono, perciò, riportati nella Figura 3.

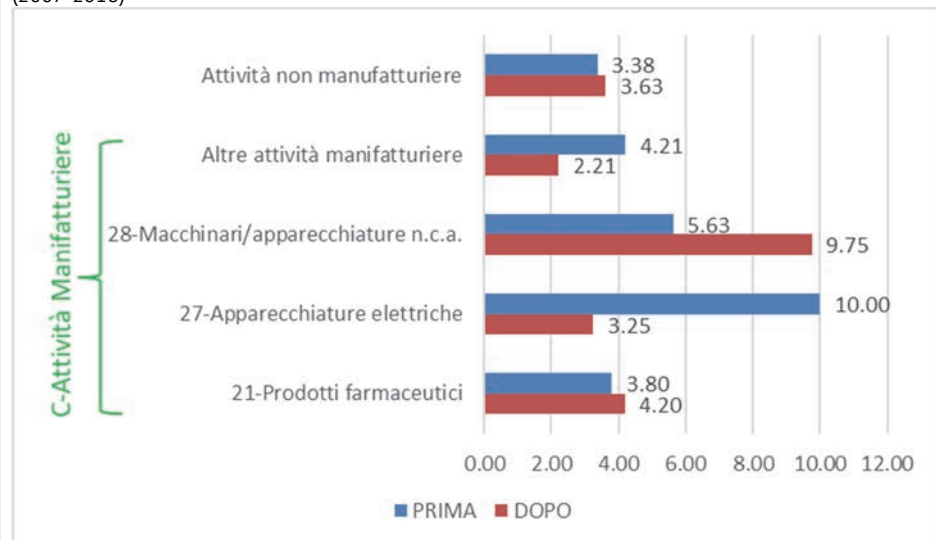
influenzare la propensione a brevettare. Concentrandosi sul numero di brevetti richiesti, se si tengono in considerazione solo le 39 imprese “innovatrici” in media sono stati depositati 4,87 brevetti nei tre anni prima dell’IPO e 4,41 nei tre successivi (7,33 prima e 6,71 dopo escludendo le 15 imprese con brevetti solo prima o dopo la quotazione). Questo trend decrescente non sembra, però, essere il risultato di un comportamento comune a chi brevetta, quando si guarda all’evoluzione del numero di brevetti delle imprese che ne hanno fatto richiesta sia prima sia dopo la propria IPO: 2 di queste non hanno fatto registrare né aumenti né cali di brevetti (va sottolineato, tuttavia, come abbiano richiesto un solo brevetto in ciascuno dei due periodi), 13 hanno fatto registrare un aumento nei brevetti (passati in media da 3,92 a 8,15) mentre 9 un calo (con un passaggio da 13,67 a 5,89 brevetti). Da un lato c’è chi, quindi, pare godere del nuovo status per aumentare il proprio output inventivo, dall’altro imprese più “mature” dal punto di vista del portafoglio brevettuale parrebbero più inclini a spostare la propria attenzione su attività diverse da quella di innovazione una volta quotatesi.

Anche dividendo le 39 imprese “innovatrici” a seconda del tipo di mercato di quotazione (distinguendo, quindi, quelle che si sono quotate su un mercato regolamentato, 20, da quelle che lo hanno fatto su MTF, 19) i risultati rimangono simili: in entrambi i gruppi la tendenza media pare sia quella di ridurre gli sforzi nell’attività brevettuale (nel primo il numero medio di brevetti depositati passa da 5,65 a 5,4; nel secondo da 4,05 a 3,37). Tale propensione è invariata anche concentrandosi solo sulle imprese con brevetti depositati sia prima sia dopo l’IPO (nel primo gruppo, dove rimangono 14 imprese, si passa da 8 a 7,21 brevetti depositati mediamente; nel secondo, costituito ora da 10 imprese, da 6,4 a 6). Però, è bene evidenziare come in questi ultimi due insiemi il numero di imprese che, a seguito della propria IPO, va ad aumentare il numero di brevetti depositati (8 nel primo caso e 5 nel secondo) è maggiore in tutti e due i casi rispetto a quello delle aziende che, al contrario, registrano un calo (che sono, rispettivamente, 5 e 4). Non si evidenziano, perciò, particolari differenze negli atteggiamenti tenuti dopo il *listing* nei due diversi mercati.

La Figura 4 considera le 39 imprese con almeno un brevetto e mostra la media dei brevetti depositati da ciascuna di esse, prima e dopo la quotazione, suddividendole in cinque gruppi: le tre attività manifatturiere con il maggior numero di imprese con brevetti (quelle sopracitate identificate dai codici ATECO 21, 27 e 28), le restanti imprese appartenenti al settore manifatturiero (14) e quelle appartenenti ad altri settori (8). Quanto emerso precedentemente - la tendenza a innovare meno dopo la quotazione da parte di chi ha innovato più intensamente prima di essa e viceversa - non trova una piena conferma. Due dei tre gruppi più attivi dal punto di vista della produzione brevettuale prima della quotazione (quello relativo a “27-Fabbricazione di apparecchiature elettriche e apparecchiature per uso domestico non elettriche” e quello riguardante le altre attività manifatturiere) registrano effettivamente un calo (rispettivamente i brevetti medi per azienda passano da 10 a 3,25 e da 4,21 a 2,21) mentre l’innovazione dei due meno produttivi (“21-Fabbricazione di prodotti

farmaceutici di base e di preparati farmaceutici” e quello che comprende le attività non manifatturiere) giova del nuovo status (qui i brevetti medi crescono rispettivamente da 3,8 a 4,2 e da 3,38 a 3,63); fa eccezione “28- Fabbricazione di macchinari e apparecchiature n.c.a.” nel quale il numero medio di brevetti, pur essendo il secondo più alto in partenza (5,63), si espande (9,75) ulteriormente (queste considerazioni e tendenze rimangono immutate anche escludendo le aziende che non sono state “innovatrici” sia prima che dopo il proprio *listing*).

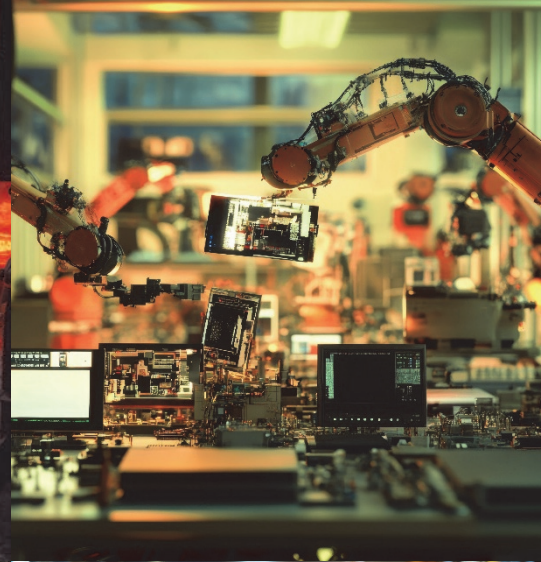
Figura 4 – Numero medio di brevetti prima e dopo l'IPO
(2007-2018)



Fonte: elaborazione su dati PATSTAT (EPO, versione autunnale 2023), DataHub (Moody's) e Orbis Intellectual Property (Moody's) - Numero medio di brevetti depositati dalle imprese “innovatrici” prima e dopo la propria IPO; le imprese sono divise a seconda della loro attività economica in non manifatturiere e manifatturiere, da questo secondo gruppo sono state estratte e distinte quelle appartenenti alle categorie individuate dai codici ATECO 2022 28, 27 e 21.

5 Conclusioni

In conclusione, quest’analisi descrittiva, pur non consentendo di trarre evidenze definitive, offre uno spunto utile per comprendere come il rapporto tra quotazione e innovazione non sia sempre uniforme. Alcune imprese sembrano beneficiare dell’ingresso sul mercato incrementando la propria produzione brevettuale, mentre altre, in particolare quelle già dotate di portafogli di brevetti più ampi, tendono a ridurre i propri sforzi innovativi. Questi risultati suggeriscono che lo studio dell’impatto delle IPO richieda in futuro di considerare più attentamente le caratteristiche settoriali e aziendali per distinguere i contesti in cui l’accesso al mercato dei capitali favorisce lo sviluppo di nuove idee da quelli in cui invece prevalgono i suoi vincoli e pressioni. A tale scopo, elementi come l’età delle imprese (per coglierne la maturità al momento dell’IPO), il livello di concorrenza settoriale o la posizione geografica potranno essere integrati nell’analisi per chiarire ulteriormente la relazione fra quotazione e innovazione.



Riflessioni conclusive e prossimi passi

(a cura di CONSOB e Cetif-Università Cattolica)

L'analisi condotta nel primo anno di attività dell'Osservatorio evidenzia come il tema dell'accesso delle PMI ai mercati dei capitali rivesta un interesse elevato e crescente, sia sul piano teorico sia su quello empirico. Il lavoro svolto ha consentito non solo di approfondire le condizioni economiche, organizzative e culturali che rendono le imprese più o meno idonee a intraprendere un percorso di apertura al mercato, ma anche di delineare con maggiore chiarezza i profili delle PMI italiane potenzialmente “*eligible*” per il mercato dei capitali. La mappatura delle PMI restituisce un sistema produttivo caratterizzato da un'elevata presenza di eccellenze, ma ancora frammentato e fortemente polarizzato su micro e piccole imprese, e ad oggi, prevalentemente localizzato al Nord del Paese. In questo contesto, l'accesso ai mercati dei capitali continua a rappresentare una sfida complessa, nella quale le variabili finanziarie interagiscono con fattori culturali, organizzativi e istituzionali.

Al tempo stesso, l'analisi ha fatto emergere un significativo gap di ricerca. La letteratura accademica che affronta in modo sistematico il tema delle IPO e dell'apertura al capitale delle PMI risulta prevalentemente concentrata su contesti extraeuropei, in particolare statunitensi e asiatici, con un focus rilevante su Cina e India. Gli approcci teorici di riferimento si collocano principalmente nell'ambito della *corporate governance* e dello *strategic management*, con una crescente attenzione alle dimensioni organizzative, imprenditoriali e strategiche che accompagnano i percorsi di accesso al mercato dei capitali. In questo quadro, le evidenze prodotte dall'Osservatorio contribuiscono ad arricchire un filone di analisi ancora poco esplorato nel contesto europeo e italiano, offrendo una base conoscitiva utile per futuri sviluppi di ricerca e per il confronto tra accademia, istituzioni e operatori di mercato.

I contributi raccolti dagli Stakeholder indicano che, nelle valutazioni degli imprenditori, spesso familiari, la dimensione finanziaria in senso stretto non costituisce l'elemento prioritario. Assumono invece maggiore rilevanza il rafforzamento del capitale manageriale, relazionale e strategico, ambiti nei quali l'imprenditore percepisce un gap e che spesso risultano centrali nell'azione degli operatori privati (banche, venture capital, private equity). L'intervento di tali operatori si configura infatti come un supporto multidimensionale, in grado di incidere sul capitale umano, sui processi decisionali e sugli assetti di *governance*, nonché sull'efficientamento operativo e tecnologico dell'impresa.

In questa prospettiva, il mercato pubblico dei capitali è spesso percepito come meno attrezzato a offrire un accompagnamento comparabile a quello del *private equity*, anche perché priva l'imprenditore di un interlocutore unico e di un orizzonte strategico condiviso, esponendolo a un confronto continuo con un mercato articolato e di non immediata leggibilità. Ne consegue che la capacità attrattiva della Borsa non dipende soltanto dai benefici assoluti che essa garantisce, ma anche dal confronto relativo con percorsi alternativi di apertura del capitale.

A ciò si affianca un aspetto centrale: la quotazione non rappresenta esclusivamente un passaggio finanziario, ma un processo di trasformazione che richiede assetti manageriali solidi, sistemi di *governance* trasparenti e una leadership credibile, in grado di dialogare in modo strutturato con il mercato. La costruzione di una equity story coerente e convincente diventa parte integrante del percorso di quotazione e incide in modo significativo sulla valutazione dell'impresa. In tale processo, la dimensione culturale emerge trasversalmente come uno dei principali fattori che condizionano l'accesso delle PMI ai mercati dei capitali. Il passaggio da modelli proprietari familiari o padronali a assetti aperti al mercato implica una maggiore condivisione del controllo, l'adozione di pratiche di *governance* formalizzate e l'inserimento in processi decisionali più strutturati e monitorati. Sebbene molti imprenditori riconoscano i benefici della quotazione in termini di trasparenza, disciplina organizzativa e razionalizzazione delle decisioni, permane una tensione tra le logiche e le tempistiche dei mercati finanziari e quelle proprie dei processi di sviluppo industriale.

In questo scenario, assumono particolare rilievo gli assetti di *governance* delle PMI, anche in relazione ai passaggi generazionali. Se da un lato tali momenti rappresentano fasi fisiologicamente critiche, dall'altro possono costituire un'opportunità per rinnovare la struttura decisionale e rafforzare la credibilità dell'impresa nei confronti del sistema finanziario. Assetti di *governance* improntati a trasparenza, pluralità di competenze e apertura a figure esterne qualificate emergono come segnali rilevanti di propensione all'apertura del capitale e di sostenibilità nel medio-lungo periodo.

Il confronto internazionale evidenzia come ecosistemi finanziari più maturi e integrati favoriscano una maggiore capacità innovativa del sistema produttivo, anche grazie a una più efficace canalizzazione del risparmio delle famiglie e delle risorse gestite da investitori istituzionali verso investimenti produttivi, in particolare di natura azionaria. In tali contesti, il sistema bancario mantiene un ruolo centrale, ma è affiancato da mercati dei capitali profondi e funzionali. La minore diffusione di questi meccanismi nel contesto italiano contribuisce a spiegare la difficoltà del mercato dei capitali nel proporsi come leva strutturale di crescita per le PMI. Alla luce dell'elevato profilo di rischio dei progetti innovativi, emerge inoltre il ruolo dell'intervento pubblico nel ridurre le asimmetrie informative tra imprese e finanziatori e nel mitigare le esternalità che limitano l'appropriabilità dei benefici degli investimenti in innovazione. In questo senso, politiche mirate possono favorire una più efficiente allocazione delle risorse e sostenere l'accesso al capitale per iniziative ad alto potenziale.

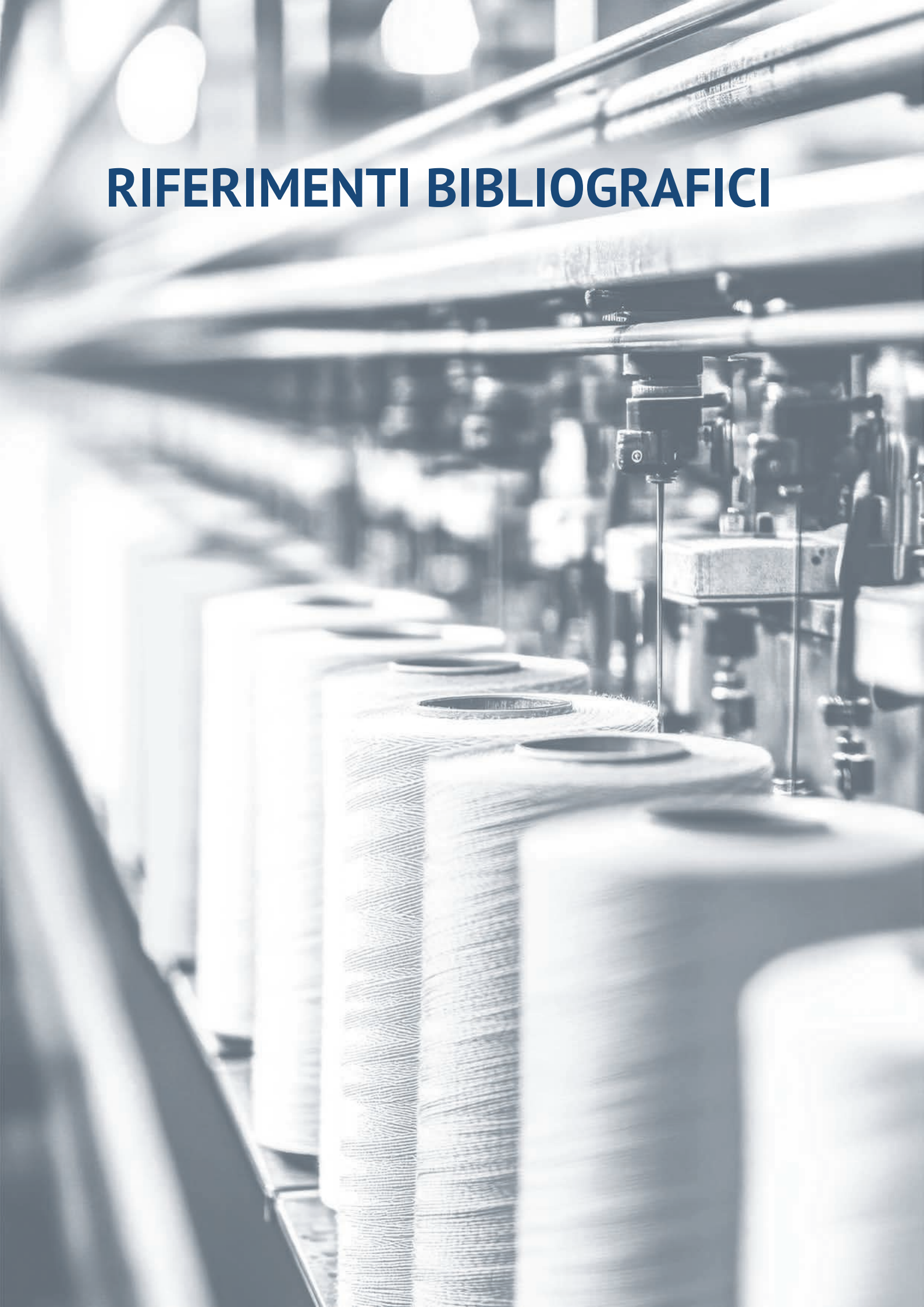
Tuttavia, emergono segnali incoraggianti. Le imprese che diversificano le fonti di finanziamento mostrano risultati migliori, con una riduzione degli oneri finanziari e una maggiore capacità di investimento. Le evidenze empiriche indicano che una minore dipendenza dai canali tradizionali si associa a performance più solide e a una maggiore propensione a sostenere percorsi di crescita e innovazione, confermando il ruolo strategico della diversificazione finanziaria.

Le analisi mostrano infine che la relazione tra quotazione e innovazione non è univoca. In alcuni casi, l'accesso al mercato dei capitali si associa a un rafforzamento dell'attività innovativa, mentre in altri, soprattutto per imprese già caratterizzate da una maggiore maturità tecnologica, possono emergere effetti di segno opposto. Ciò suggerisce la necessità di considerare con maggiore attenzione le caratteristiche settoriali e aziendali – quali età dell'impresa, livello di concorrenza e contesto geografico – per comprendere in quali condizioni la quotazione rappresenti un fattore abilitante e in quali, invece, prevalgano vincoli e pressioni di breve periodo.

In questo quadro, la regolamentazione finanziaria ha svolto un ruolo fondamentale nel rafforzare la tutela degli investitori e la resilienza dei mercati. Tuttavia, si apre oggi una fase nella quale diventa cruciale favorire una partecipazione più ampia e consapevole del risparmio privato ai mercati dei capitali, anche attraverso modelli di tutela più proporzionati alle diverse tipologie di investitori. Un'evoluzione in tal senso potrebbe consentire un maggiore coinvolgimento delle famiglie private negli investimenti di lungo periodo, ampliando la base investitori a supporto delle imprese.

Nel complesso, le evidenze raccolte nel Rapporto convergono verso una visione multidimensionale dell'accesso delle PMI ai mercati dei capitali, che richiede interventi coordinati sulla struttura del mercato, sulla composizione e qualità della base investitori, sugli assetti di *governance* e sui percorsi di accompagnamento e formazione degli imprenditori. È su questa base che si apre il percorso dei prossimi anni dell'Osservatorio, con l'obiettivo di contribuire alla costruzione di un ecosistema dei capitali più inclusivo, efficiente e coerente con le specificità del tessuto imprenditoriale italiano, capace di sostenere la crescita, l'innovazione e lo sviluppo di lungo periodo del Paese.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI



- Acharya, V., Xu, Z. (2017). Financial dependence and innovation: The case of public versus private firms. *Journal of financial economics*, 124(2), 223-243.
- Aggarwal, V. A., Hsu, D. H. (2014). Entrepreneurial exits and innovation. *Management Science*, 60(4), 867-887.
- AIFI, Area Studi Mediobanca e LIUC Business School (2025). *Private equity e Mid Cap: vent'anni di storia*, Milano
- AIPB (2025a). *Analisi del mercato servito dal Private Banking in Italia*
- AIPB (2025b). *Contributo alla consultazione pubblica del Ministero del Made in Italy sul Libro verde dedicato alla nuova Strategia di politica industriale per l'Italia*
- AIPB (2025c). *L'offerta di Private Markets nel Private Banking e in Italia 2024*
- AIPB (2025d). *Outlook AIPB, Un mondo di nuovi equilibri*
- AIPB, Doxa (2006-2024). *Osservatorio sulla clientela Private in Italia*
- AIPB, Doxa (2024). *Osservatorio Imprenditori*
- AIPB, Prometeia (2025). *Rapporto sul Private Banking in Italia 2025*
- Akcigit, U., Dinlersoz, E., Greenwood, J., Akcigit, V. P. (2022). Synergizing ventures, *Journal of Economic Dynamics & Control*, n. 143, 104427.
- Ambromobiliare (2024a). *Chi va e chi viene: un'analisi del numero elevato di delisting in Italia*, <https://ambromobiliare.it/index.php/ufficio-studi-2/>
- Ambromobiliare (2024b). *Assicurazioni e Fondi Pensione: un potenziale inespresso per l'economia reale italiana*, <https://ambromobiliare.it/index.php/ufficio-studi-2/>
- Ambromobiliare (2025a). *Private Investment in Public Equity e Anchor Investor*, https://ambromobiliare.it/wp-content/uploads/2025/05/I-PIPE_2025.pdf
- Ambromobiliare (2025b). *Le OPS su EGM*, <https://ambromobiliare.it/index.php/ufficio-studi-2/>
- Andini, M., Bertolotti, F., Citino, L., D'Amuri, F., Linarello, A., Mattei, G. (2025). *Ricerca, innovazione e trasferimento tecnologico in Italia*, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, n. 954.
- Angelini, P. (2025). *Discorso introduttivo al convegno Financing Growth and Innovation in Europe: Economic and Policy Challenges*, Conferenza Florence School of Banking and Finance, Robert Schuman Centre for Advanced Studies e Banca d'Italia, 10 marzo 2025.
- Alexia-Styliani A., Christie R., Evrard J., Parisi L., Rouveyrol C., van Overbeek F. (2025). *Capital markets union: a deep dive. Five measures to foster a single market for capital*, European Central Bank - Occasional Paper Series No.369 www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op369~246a103ed8.en.pdf
- Area Studi Mediobanca e Centro Studi delle Camere di Commercio Guglielmo Tagliacarne-Unioncamere (2022). *Leader del cambiamento: le medie imprese italiane nella quinta rivoluzione industriale*, <https://www.areastudimediobanca.com>
- Area Studi Mediobanca e Centro Studi delle Camere di Commercio Guglielmo Tagliacarne-Unioncamere (2023). *I fattori di competitività delle medie imprese: il ruolo dei 'capitali' strategici*, <https://www.areastudimediobanca.com>
- Area Studi Mediobanca e Centro Studi delle Camere di Commercio Guglielmo Tagliacarne-Unioncamere (2025). *Scenario competitivo, ESG e innovazione strategica per la creazione di valore nelle medie imprese industriali italiane*, <https://www.areastudimediobanca.com>

- AREL Single Market Lab, (2025). Invest in Europe First! How to Stop Capital Flight and Fund European Business with European Savings
- Arlotta C., Piro A. (2022). PMI e quotazione in Borsa: reali e concrete opportunità di sviluppo, paragrafo 4.3 in Locatelli-Schena (2022).
- Arora, N., Singh, B. (2025). Ownership concentration and SME IPO underpricing in India: Moderating impact of board monitoring and resource provision role. *Business Process Management Journal*, 31.
- Assogestioni (2021). Audizione presso il Consiglio Nazionale dell'Economia e del Lavoro – Commissione Politiche economiche, 5 maggio 2021.
- Assogestioni (2024). Memoria alla Commissione parlamentare di controllo sugli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, Roma, 16 maggio 2024.
- Assogestioni (2025a). Relazione annuale per il 2024.
- Assogestioni (2025b). Osservatorio PIR – Dati a dicembre 2024, Ufficio Studi.
- Assonime (2024). Proposte per una riforma organica del TUF, Position Papers, n. 4.
- Assonime (2025a). Principi per il governo delle imprese familiari non quotate - Codice di autodisciplina. <https://www.assonime.it/attivita-editoriale/position-papers/Pagine/Principi-per-il-governo-delle-imprese-familiari-non-quotate.aspx>
- Assonime (2025b). Revamping Capital Markets in Italy and Europe, Note e Studi, n.6.
- Azevedo, A., Colak, G., El Kalak, I., Tunaru, R. (2024). The timing of voluntary delisting. *Journal of Financial Economics*, 155, 103832.
- Bajo, E., Barbi, M., Bigelli, M., Hillier, D. (2013). The role of institutional investors in public-to-private transactions. *Journal of Banking & Finance*, 37(11), 4327-4336.
- Baldi F., Parco M., Mancini V. (2025). Il fenomeno dei delisting in Europa: dinamiche, attori e implicazioni per i mercati dei capitali, Research Report della Rome Business School.
- Balp, G., Strampelli, G. (2020). Empowering institutional investors in concentrated ownership contexts: the case of Italy. *SCJ Int'l L. & Bus.*, 17, 1.
- Banca Centrale Europea, (2025). Quarterly sector accounts
- Banca d'Italia (2023). Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 1/2023. Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia (2024a). Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 2/2024. Roma: Banca d'Italia.
- Banca d'Italia (2024b). Economie regionali – L'economia delle regioni italiane: Dinamiche recenti e aspetti strutturali. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economie-regionali/2024/2024-0022/2422-eco-regioni.pdf>
- Banca d'Italia (2025a). Relazione annuale sul 2024.
- Banca d'Italia (2025b). Conti Finanziari 1° trimestre 2025.
- Banca d'Italia (2025c). L'economia della Lombardia, Economie regionali, n. 3.
- Banca d'Italia, (2025d). Conti finanziari
- Banca Europea degli Investimenti (2021). The digitalisation of small and medium-sized enterprises in Italy. Models for financing digital projects. ISBN 978-92-861-4928-3 doi: 10.2867/334596
- Bancel, F., Mittoo, U. R. (2009). Why do European firms go public? *European financial management*, 15(4), 844-884.

- Barroso-Castro, C., Domínguez-CC, M., Rodríguez-Serrano, M. Á. (2022). SME growth speed: The relationship with board capital. *Journal of Small Business Management*, 60(2), 480-512.
- Beatty, R., Ritter, J. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 139-153.
- Beck, T., Bonaccorsi Di Patti, E., De Vincenzo, A., Guazzarotti, G., Moretti, L., Supino, I. (2025). Financing Growth and Innovation in Europe: Economic and Policy Challenges, Robert Schuman Centre for Advanced Studies, Florence School of Banking and Finance RSC Policy Paper, n. 14.
- Belcredi M., Faverzani L., Signori A. (2023). così non fan tutte. An analysis of italian companies moving abroad, FIN-GOV Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance - Università Cattolica del Sacro Cuore. <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-Cos%C3%AC%20non%20fan%20tutte%20final%20June%202023%20clean.pdf>
- Bencivelli, L., Formai, S., Mattevi E., Padellini, T. (2025). Embracing the digital transition: the adoption of cloud computing and AI by Italian firms, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, n. 946.
- Bernstein, S. (2015). Does going public affect innovation?. *The Journal of finance*, 70(4), 1365-1403.
- Bhattacharya, S., Ritter, J. R. (1983). Innovation and communication: Signalling with partial disclosure. *The Review of Economic Studies*, 50(2), 331-346.
- Biesinger, M., Bircan, Ç., Ljungqvist, A. (2020). Value Creation in Private Equity, European Bank for Reconstruction and Development Working paper, n. 242
- Blevins, D. P., Ragozzino, R. (2018). An examination of the effects of venture capitalists on the alliance formation activity of entrepreneurial firms. *Strategic Management Journal*, 39(7), 2075-2091.
- Bocconi, Equita (2025). Ecosistemi finanziari europei. confronto tra Francia, Svezia, Regno Unito e Italia
- Borsa Italiana (2024). Euronext Growth Milan - Caratteristiche del mercato. Milano: Borsa Italiana.
- Borsa Italiana (2025). Primary Markets Italy, giugno. <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>
- Boulton, T. J. (2024). Does sustainable development matter for initial public offering underpricing?. *Business Strategy and the Environment*, 33(8), 8361-8387.
- Bronzini, R., Caramellino, G., Magri, S. (2020). Venture capitalists at work: a diff-in-diff approach at late-stages of the screening process, *Journal of Business Venturing*, n. 35(3), 105968.
- Brown, J. R., Martinsson, G., Petersen, B. C. (2012). Do financing constraints matter for R&D?. *European economic review*, 56(8), 1512-1529.
- Borsa italiana (2025). Il processo di quotazione. <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>
- Casciaro, T., Piskorski, M. J. (2005). Power imbalance, mutual dependence, and constraint absorption: A closer look at resource dependence theory. *Administrative Science Quarterly*, 50(2), 167-199.
- Caselli S., Gatti S., Zava M. (2024). Gli investitori nel mercato azionario italiano: evoluzione o involuzione?, Università Bocconi – Equita, https://www.equita.eu/static/upload/gli/gli-investitori-nel-mercato-azionario-italiano---giugno-2024--ita_vsito.pdf
- Cassinis M.G., Cintolesi A., Formai S., Locatelli A., Manaresi F., Manzoli E., Papini G., Parlapiano F., Recchia P., Zuccolala S. (2025). Innovative Firms Unveiled: Economic and Financial Insights from Italian Start-ups, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, n. 967.
- Certo, S. T. (2003). Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures. *Academy of Management Review*, 28(3), 432–446

- Chan, J., Gerner-Beuerle, C. (2024). Delisting Costs and Corporate Mobility in Europe. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 813/2024
- Cohen, B. D., Dean, T. J. (2005). Information asymmetry and investor valuation of IPOs: Top management team legitimacy as a capital market signal. *Strategic Management Journal*, 26(7), 683-690.
- Commissione Europea (2024). European Innovation Scoreboard 2024 – Country profile Italy. https://ec.europa.eu/assets/rtd/eis/2024/ec_rtd_eis-country-profile-it.pdf
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- CONSOB (2024). 50 Anni di Storia. La regolamentazione e la vigilanza sui mercati finanziari dal 1974 al 2024.
- CONSOB (2025a). Piano Strategico 2025-2027. <https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/ps2527>
- CONSOB (2025b). Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane, https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-rcg/-/asset_publisher/D4UvV7Ug51WY/content/report-corporate-governance-2024/11973
- Covip (2025). Relazione per l'anno 2024.
- Crépon, B., Duguet, E., Mairesse, J. (1998). Research, Innovation and Productivity: an Econometric Analysis at the Firm Level, *Economics of Innovation and New Technology*, n. 7(2), pp. 115-158.
- Dambra, M., Gustafson, M. (2021). Do the burdens to being public affect the investment and innovation of newly public firms?. *Management Science*, 67(1), 594-616.
- Decreto-legge 30 dicembre 2023, n. 215, convertito dalla legge 23 febbraio 2024, n. 18. <https://www.mimit.gov.it/it/incentivi/credito-d-imposta-per-le-spese-di-consulenza-relative-alla-quotazione-delle-pmi>
- Deloitte (2025). Aziende familiari del Mezzogiorno e imprenditoria civica. <https://www.deloitte.com/it/it/services/deloitte-private/research/flag-dp-2025.html>
- Dal Maso, E. (2025). Piazza Affari 2025, delisting a raffica: 2,5 miliardi in fuga e 10 opa già pronte per il 2026, *Milano Finanza*, 26 dicembre 2025.
- Di Porto, E., Pagano, M., Pezone, V., Saggio, R., Schivardi, F. (2024). Careers and Wages in Family Firms: Evidence from Matched Employer-Employee Data, *ECGI Working paper series in finance*, n. 1022
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Shen, K., Stulz, R. M. (2025). Are there too few publicly listed firms in the US?, *Financial Review*, 60, 317-329
- Draghi, M., (2024). The Future of European Competitiveness – A competitiveness strategy for Europe
- EIF (2023). Market sentiment, scale-up financing and human capital. Working Paper 2023/93.
- ELITE (2025). Chi siamo. <https://www.elite-network.com/it/about-us/about-us>
- European Commission (2025). A Competitiveness Compass for the EU, https://commission.europa.eu/document/download/10017eb1-4722-4333-add2-e0ed18105a34_en
- Eurostat (2025). Quarterly sector accounts 2025 Q1.
- Ewens, M., Farre-Mensa, J. (2022), Private or Public Equity? The Evolving Entrepreneurial Finance Landscape, *National Bureau of Economic Research, Working paper*, n. 29532
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983a). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.

- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983b). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.
- Farooq Muhammad, Noor Amna, Ali Shoukat (2022). Corporate Governance And Firm Performance Empirical Evidence From Pakistan. *Corporate Governance (Bingley)*, 22. Doi: 10.1108/Cg-07-2020-0286
- Farre-Mensa, J. (2017). The Benefits of Selective Disclosure: Evidence from Private Firms, Working paper
- Ferreira, D., Manso, G., Silva, A. C. (2014). Incentives to innovate and the decision to go public or private. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 256-300.
- Filatotchev, I., Bishop, K. (2002). Board composition, share ownership, and “underpricing” of U.K. IPO firms. *Strategic Management Journal*, 23(10), 941–955.
- Filatotchev, I., Chahine, S., & Bruton, G. D. (2016). Board interlocks and initial public offering performance in the United States and the United Kingdom: An institutional perspective. *Journal of Management*, 44(4), 1620-1650.
- Finaldi Russo, P., Magri, S., Rampazzi, C., (2016). Innovative Start-Ups in Italy: Their Special Features and the Effects of the 2102 Law, *Politica economica*, n. 32(2), pp. 297-330.
- Forbes (2024). Strumenti di finanza e cultura d'impresa: così ELITE avvicina le aziende al mercato dei capitali. <https://forbes.it/2024/08/12/elite-private-market-diversifica-accesso-capitali-pmi>
- Gallo, R., Signoretti, F.M., Supino, I., Sette, E., Cantatore, P., Fabbri, M.L. (2025). The Italian venture capital market, Banca d'Italia, Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, n. 919.
- Gao, H., Hsu, P. H., Li, K. (2018). Innovation strategy of private firms. *Journal of financial and quantitative analysis*, 53(1), 1-32.
- Gati Z., Lambert C., Ranucci D., Rouveyrol C., Schölermann H. (2024). Examining the causes and consequences of the recent listing gap between the United States and Europe, published as part of the Financial Integration and Structure in the Euro Area 2024, European Central Bank, June 2024, <https://www.ecb.europa.eu/press/fie/pdf/ecb.fie202406~c4ca413e65.en.pdf>; https://www.ecb.europa.eu/press/fie/box/html/ecb.fiebox202406_07.en.html
- Gatti, S., (2025). Democratizzare gli investimenti: chi ci guadagna? *Il Sole 24 Ore*, 12 settembre
- Gill, A., Walz, U. (2016). Are VC-backed IPOs delayed trade sales? *Journal of Corporate Finance*, 37, 356–374.
- Giordano, M., Modena, M. (2017). Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane, *CONSOB Discussion papers*, n. 7
- Hall, B. H., Lerner, J. (2010). The Financing of R&D and Innovation, in Hall, B. H., Rosenberg, N. (Eds.), *Handbook of the Economics of Innovation*, n. 1, pp. 609-639, Amsterdam: Elsevier.
- Hirshleifer, D., Hsu, P. H., Li, D. (2013). Innovative efficiency and stock returns. *Journal of financial economics*, 107(3), 632-654.
- Intermonte-Politecnico di Milano (2024). La presenza dei fondi di investimento nel mercato azionario di Borsa Italiana: un'indagine sugli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap, *Quaderni di Ricerca di Intermonte*, n. 7, www.intermonte.it
- IRTOP Consulting (2025). Osservatorio ECM – Euronext Growth Milan 2025.
- ISTAT (2023). Censimento permanente delle imprese - Anni 2019-2022. Roma: Istituto Nazionale di Statistica.
- Ivass (2025). Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2024.

- Jensen, C., Meckling, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Karolyi, G. A., Shen, K., Stulz, R. M. (2025). Are There Too Few Publicly Listed Firms in the US?, National Bureau of Economic Research Working paper, n. 33556
- Kenney M., Patton D., Terjesen S. (2024). Gender Diversity At Entrepreneurial Firm Ipos Responding To Changing Societal Norms. *Small Business Economics*, 63. Doi: 10.1007/S11187-023-00854-3
- Kim, W., Weisbach, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 281-307.
- Kogan, L., Papanikolaou, D., Seru, A., Stoffman, N. (2017). Technological innovation, resource allocation, and growth. *The quarterly journal of economics*, 132(2), 665-712.
- Kortum, S., Lerner, J. (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation, *The RAND Journal of Economics*, Vol. 31, No. 4, pp. 674-692
- Krause, R., Chen, J., Bruton, G. D., Filatotchev, I. (2021). Chief executive officer power and initial public offering underpricing: Examining the influence of demand-side cultural power distance. *Global Strategy Journal*, 11(4), 686-708.
- Kroll, M., Walters, B. A., Le, S. A. (2007). The impact of board composition and top management team ownership structure on post-IPO performance in young entrepreneurial firms. *Academy of Management Journal*, 50(5), 1198-1216.
- Lattanzio, G., Megginson W., L., Sanati A. (2023). Dissecting the listing gap: Mergers, private equity, or regulation? *Journal of Financial Markets*, Vol. 65
- Lerner, J., Nanda, R. (2020). Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn, *Journal of Economic Perspectives*, n. 34 (3), 237–61.
- Lester, R. H., Certo, S.T., Dalton, C.M., Dalton, D.R., Cannella, A.A. (2006). Initial public offering investor valuations: An examination of top management team prestige and environmental uncertainty. *Journal of Small Business Management*, 44(1), 1-26.
- Letta, E., (2024). Much more than a Market: Speed, Security & Solidarity – Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens
- Li, J., Gupta, R., Li, H., Qiang, S. (2020). Private equity characteristics corporate governance and firm value: Empirical evidence from small and medium-sized enterprises. *Asian Economic Journal*, 34. doi: 10.1111/asej.12207
- Liu, J., Li, D. (2014). The life cycle of initial public offering companies in China. *Journal of Applied Accounting Research*, 15(3), 291–307.
- Locatelli R., Schena C. (2022). *Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI*, Franco Angeli Editore.
- Marcelli T., Carbone S., Fichera D. (2024). *Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020-2023*, CONSOB – Occasional Report, dicembre.
- Manzi, M.A., Sanseverino, A., Carbone, E., Kunz, A. (2025). What use of proceeds do family IPOs signal? The influence of family generational stage and family CEO. *Journal of Family Business Management*, 15 (3): 655–683. <https://doi.org/10.1108/JFBM-07-2024-0159>
- Martínez, C. (2011). Patent families: When do different definitions really matter?. *Scientometrics*, 86(1), 39-63.

- Matsuda, N., Matsuo, Y. (2016). Governing board interlocks as an indicator of an IPO. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 12(3), 14-22.
- MEF (2022). Libro verde su “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita” https://www.dt.mef.gov.it/modules/dipartimento/consultazioni_pubbliche/LibroVerde-04.pdf
- Meggison, W. L., Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(3), 879-903.
- Milhaupt, C., J., Ringe, W-G. (2025). The political Economy of Global Stock Exchange Competition, ECGI Working paper series in law, n. 872
- Ministero delle Imprese e del Made in Italy (2024), *Made in Italy 2030: Libro verde sulla politica industriale*
- OECD (2025). *Quarterly Financial Balance Sheets (stocks) 2025 Q1*.
- OECD (2020). *OECD Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, OECD Capital Market Series, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/8443f95a-en>
- OECD (2023). *OECD SME and Entrepreneurship Outlook 2023*. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/342b8564-en>
- OECD (2024). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2024: An OECD Scoreboard*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/fa521246-en>
- Osservatorio AUB (2025). Sintesi dei risultati della XVI edizione dell'Osservatorio AUB. https://aidafey.unibocconi.eu/sites/default/files/media/attach/Sintesi%20Osservatorio%20AUB%20XVI%20edizione_Final.pdf?_gl=1*1iuiu28*_up*MQ.*_ga*MTYxMzc3MTQ0OC4xNzU5MTQyNDM1*_ga_SP7ZXYGYEF*czE3NTkxNDI0MzQkbzEkZzEkdDE3NTkxNDI0MzkkajU1JGwwjGgw
- Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The journal of finance*, 53(1), 27-64.
- Page, M. J., McKenzie, J. E., Bossuyt, P. M., Boutron, I., Hoffmann, T. C., Mulrow, C. D., Shamseer, L., Tetzlaff, J. M., Akl, E. A., Brennan, S. E., Chou, R., Glanville, J., Grimshaw, J. M., Hróbjartsson, A., Lalu, M. M., Li, T., Loder, E. W., Mayo-Wilson, E., McDonald, S., ... Moher, D. (2021). The PRISMA 2020 statement: An updated guideline for reporting systematic reviews. *BMJ*, 372, Article n71. <https://doi.org/10.1136/bmj.n71>
- Palacín-Sánchez, M. J., Bravo, F., Reguera-Alvarado, N. (2019). Characteristics and determinants of the board of directors of growing Spanish SMEs going public. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26(1), 108-131.
- Panetta, F. (2025). Indirizzo di saluto alla conferenza Competitività e innovazione: la risposta europea, Conferenza BEI e Banca d'Italia, 12 giugno 2025.
- Pavlova, E., Signore, S. (2021). The European venture capital landscape: an EIF perspective, EIF Working Paper, n. 70.
- Passador, M. L. (2025). *Capital Market Conundrums: IPO Declines and Delisting Dilemmas*. In “Research Handbook on corporate finance law”
- Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18(3), 349-364.
- Pfeffer, J., Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.

- Politecnico Milano, Intermonte, AIPB, (2020). Quaderno di ricerca, Economia reale e Private Banking: un'analisi dell'impatto del settore sul Paese
- Politecnico Milano, Intermonte, AIPB, (2025). Quaderno di ricerca, Economia reale e Private Banking cosa è cambiato in Italia negli ultimi anni
- Prometeia, (2024). Analisi dei settori industriali
- Quas, A., Mason, C., Compañó, R., Testa, G., Gavigan, J. P. (2022). The scale-up finance gap in the EU: Causes, consequences, and policy solutions. *European Management Journal*, 40(5), 645-652.
- Sabatini F., Chetri E., Calusa M. (2025). EGM Analysis – 2024, gennaio 2025. <https://www.bancaprofilo.it/wp-content/uploads/2025/02/Presentazione-EGM-4Q24.pdf>
- Sagliocca M. (2024). La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente, Giuffrè.
- Sanati, A., Spyridopoulos, I. (2024). Comparing Capital Allocation Efficiency in Public and Private Equity Markets, Working paper
- Scope Group (2025). Clarified rules provide long-awaited ELTIF boost. ELTIF market overview and 2025 outlook.
- SDA Bocconi Corporate Governance Lab (2024). Osservatorio Imprese
- Singh K., Rastogi S. (2022). Impact Of Promoters Ownership And Competition On Firms Value A Study Of Listed Smes. *Journal Of Indian Business Research*, 14. Doi: 10.1108/Jibr-02-2022-0030
- Stein, J. C. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *The quarterly journal of economics*, 104(4), 655-669.
- Straska, M., Waller, G., Yu, Y. (2012). Does investment improve when firms go private?. *Managerial Finance*, 38(2), 124-142.
- SVIMEZ (2024). Rapporto SVIMEZ 2024 - L'economia e la società del Mezzogiorno - Competitività e coesione: il tempo delle politiche. <https://www.svimez.it/rapporto-svimez-2024/>
- The European House Ambrosetti (2024). Rilanciare la produttività: quale politica industriale per l'Italia e per l'Europa?
- Università Bocconi, (2024). Osservatorio AUB, promosso da AIDAF, UniCredit e Fondazione Angelini con il supporto di Borsa Italiana e ELITE
- Velamuri, S. R., Liu, W. (2017). Ownership structure, insider behavior and IPO performance of SMEs in China. *Small Business Economics*, 48(4), 893-911.
- Verbouw J., Meuleman M., Manigart S. (2025). Institutions and the real effects of private equity buyouts: A meta-analysis, *Strategic Entrepreneurship Journal*
- Vismara, S. (2014). Patents, R&D investments and post-IPO strategies. *Review of Managerial Science*, 8(3), 419-435.
- Wies, S., Moorman, C. (2015). Going public: How stock market listing changes firm innovation behavior. *Journal of Marketing Research*, 52(5), 694-709.
- Wu, G. A. (2012). The effect of going public on innovative productivity and exploratory search. *Organization Science*, 23(4), 928-950.
- Zhang, Z., Gong, M., Jia, M., Zhu, Q. (2024). Why and when does CFO ranking in top management team informal hierarchy affect entrepreneurial firm initial public offering fraud?. *Journal of Management Studies*, 61(7), 2775-2813