


UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

---

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Economia e Management

# LA QUOTAZIONE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE COME FONTE ALTERNATIVA DI FINANZIAMENTO

# GOING PUBLIC AS AN ALTERNATIVE SOURCE OF FINANCING FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES

Relatore:
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:
Marco Medici

Anno Accademico 2025 – 2026

# Indice

Sommario

Introduzione ....4

CAPITOLO 1 ....6

LE PMI ITALIANE ....6

1.1 Le PMI nel contesto economico italiano e il loro ruolo nell'economia ....6

1.2 La dipendenza dal credito bancario....11
1.2.1 La sottocapitalizzazione e la fragilità finanziaria delle PMI....13
1.2.2 I requisiti sempre più stringenti richiesti dalle banche....15

1.3 Il fabbisogno finanziario per la crescita e l'apertura a fonti alternative .18

Capitolo 2 IL MERCATO DEI CAPITALI....21

2.1 I mercati dedicati alle PMI e la loro evoluzione ....21
2.1.1 Il MAC ....21
2.1.2 La nascita di AIM Italia e l'introduzione del modello anglosassone ....23
2.1.3 L'attuale assetto: Euronext Growth Milan ....25
2.1.4 Un breve cenno al segmento professionale....27

2.2 Requisiti e procedura per la quotazione in Euronext Growth Milan .....29
2.2.1 I requisiti di ammissione ....29
2.2.2 I requisiti formali. ....31
2.2.3 I requisiti sostanziali ....34
2.2.4 La procedura di ammissione ....34

2.3 I costi della quotazione ....40

2.4 I vantaggi della quotazione ....43

2.5 Gli incentivi fiscali a supporto dell'EGM....46
2.5.1 I piani individuali di risparmio (PIR)....47
2.5.2 Il credito di imposta ....48

2.6 Evoluzione del mercato EGM....50

CAPITOLO 3 Le alternative alla Borsa....54

3.1 Il mutamento di paradigma: l'allontanamento dalla Borsa e le sue cause ....54

3.2 Il panorama della finanza alternativa e l'investimento nell'economia reale ..... 56
3.3 Private Debt ..... 57
3.3.1 Le dimensioni del marcato italiano del Private Debt: i dati di AIFI 2025 ..... 58
3.3.2 I principali strumenti in cui si articola il Private Debt ..... 63
3.4 Venture Capital ..... 66
3.4.1 Gli incentivi fiscali a supporto dell'innovazione ..... 68
3.4.2 Le evidenze empiriche del mercato italiano ..... 69
3.5 Private Equity ..... 72
3.5.1 Il Private Equity come partner strategico e l'apporto di competenze ..... 73
3.5.2 Le tipologie di intervento di un fondo Private Equity ..... 77
3.5.3 la classificazione dei fondi Private Equity secondo il momento di intervento ..... 78
3.5.4 le dimensioni del mercato italiano del Private Equity ..... 80
3.5.5 modalità di disinvestimento (Exit) ..... 83
3.6 I Club Deal ..... 89
3.6.1 Come funzionano e quali sono le differenze con i fondi ..... 90
3.6.2 il mercato italiano dei Club Deal ..... 92
3.6.3 Come intervengono questi tipi di veicoli d'investimento ..... 93
CAPITOLO 4 Il caso di PharmaNutra S.p.A ..... 96
4.1 I protagonisti coinvolti nell'operazione ..... 96
4.2 La società target PharmaNutra S.p.A ..... 97
4.3 Le particolarità di questo strumento innovativo di investimento e la sua struttura ..... 98
4.3.1 L'arrivo nel mercato Borsistico ..... 100
4.4 La crescita di PharmaNutra ..... 101
CONCLUSIONI ..... 103
BIBLIOGRAFIA ..... 106

# Introduzione

Il tessuto produttivo italiano è da sempre caratterizzato da una predominanza di piccole e medie imprese (PMI), queste costituiscono il motore dell'economia italiana sia in termini di valore aggiunto che a livello occupazionale.

Tuttavia, tali realtà aziendali sono indebolite da una cronica sottocapitalizzazione, un limite strutturale che frena la loro competitività nei mercati. Il modello di governance familiare, tipico delle PMI, spesso contrario all'apertura del capitale per timore di poter perdere il controllo societario, ha generato nel corso del tempo un sistema finanziario bancocentrico.

Oggi questa dipendenza dal canale bancario come fonte di finanziamento risulta limitante e pericolosa. L'evoluzione della vigilanza prudenziale europea ha irrigidito di molto i parametri di valutazione con cui le banche valutano il merito creditizio.

Di fronte a questi problemi, come l'innalzamento dei costi del credito o il rischio di razionamento dovuto a fattori esterni non prevedibili, le PMI italiane necessitano di fonti di finanziamento alternative in grado di poter sostenere i loro progetti di crescita.

L'elaborato cerca di analizzare le possibili alternative a questo problema, analizzando le possibili alternative proposte dalla finanza alternativa e il mercato borsistico italiano, in particolare il segmento dedicato proprio alle PMI.

Si vuole anche mostrare, soprattutto con i case study proposto, come la sinergia tra i capitali privati e il mercato pubblico dedicato alle PMI rappresentino il percorso ottimale in grado di sostenere la crescita, salvaguardando allo stesso tempo il controllo gestionale dei fondatori.

Questa analisi si struttura in 4 capitoli.

Il primo capitolo descrive il contesto macroeconomico e normativo, mostrando quelle che sono le caratteristiche delle PMI e le cause della loro fragilità

finanziaria. Viene posta l'attenzione anche sui vincoli imposti dalle nuove normative bancarie, che rendono più difficile il ricorso a finanziamenti bancarie e di conseguenza indispensabile il ricorso a fonti alternative.

Il secondo capitolo mostra quello che è il mercato pubblico dei capitali dedicato alle PMI, delineando la sua evoluzione storica. Si ripercorre la storia dal MAC fino all'AIM per arrivare all'attuale assetto l'Euronext Growth Milan.

Vengono poi analizzati i requisiti, le procedure e i costi di ammissione, ma anche i vantaggi che sono tipici di una società quotata. Infine nella parte finale si mostrano le criticità legate alla carenza di liquidità e ai delisting, che caratterizzano questo segmento di mercato.

Il terzo capitolo, in risposta della criticità mostrate alla fine del capitolo precedente, analizza l'ecosistema dei mercati privati. In particolare, vengono analizzate le dinamiche tipiche del Private Debt, del Venture Capital e del Private Equity. Nella parte finale si analizza anche l'emergente strumento dei Club Deal, strumenti molto flessibili adatti proprio alle esigenze delle PMI.

Il quarto capitolo fornisce un case study dove si mostra l'impatto sia dei capitali private che del mercato pubblico nella crescita di un'azienda. In particolare, si analizza il caso di PharmaNutra S.p.A. che ha utilizzato un veicolo ibrido promosso da Electa Ventures e Azimut SGR, che combina il funzionamento di una SPAC con quelle di un Club Deal. Il caso mostra come l'aiuto dei capitali privati ha portato alla quotazione dell'impresa e poi come lo sbarco nel mercato pubblico gli ha permesso di raccogliere capitali in grado di sostenere la crescita anche nei mercati esteri.

# CAPITOLO 1

## LE PMI ITALIANE

### 1.1 Le PMI nel contesto economico italiano e il loro ruolo nell'economia

Con l'acronimo PMI si fa riferimento alla cosiddetta "piccola e media impresa", entità tanto diffuse quanto radicate all'interno del panorama industriale italiano. Affinché un'organizzazione possa essere definita tale, deve presentare due tratti fondamentali. In primo luogo, il carattere di impresa, così come inteso, seppur in maniera indiretta, dal Codice Civile, ovvero un'attività che presenti i requisiti di professionalità, economicità, organizzazione e scopo. In secondo luogo, il rispetto di precisi criteri dimensionali.

La definizione di PMI fa riferimento alla normativa Europea, più precisamente alla Raccomandazione n.2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003 relativa alla "definizione delle microimprese, piccole e medie imprese" ed entrata in vigore a partire da gennaio 2005, secondo cui si considera impresa *"ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica. Sono considerate tali anche le entità che esercitano un'attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che esercitino un'attività economica".*

Anche la classificazione delle PMI in Italia è stata progressivamente allineata al processo di armonizzazione del quadro normativo europeo, con il preciso obiettivo di favorire la creazione di un mercato unico, coerente e "sanamente competitivo".

Il criterio dimensionale prescelto per la determinazione dei requisiti di classificazione delle Piccole e Medie Imprese (PMI) si fonda sul parametro del numero di occupati, integrato da due variabili di matrice finanziaria: il fatturato annuo e il totale di bilancio.

Nello specifico, il criterio degli occupati considera il personale impiegato a tempo pieno, a tempo parziale o su base stagionale che opera presso l'impresa nel corso dell'esercizio, beneficiando di un corrispettivo finanziario. Sotto il profilo quantitativo, tale parametro viene espresso in termini di Unità Lavorative Annue (ULA). Questa unità di misura standardizza l'apporto lavorativo complessivo: il personale impiegato a tempo pieno per l'intero anno solare equivale a un'unità, mentre le prestazioni lavorative a tempo parziale, stagionali o di durata inferiore all'anno vengono computate in frazioni di ULA, proporzionalmente al servizio prestato. Tale criterio considera le seguenti categorie: i dipendenti; le persone che lavorano per l'impresa, ne sono dipendenti e, secondo la legislazione nazionale, sono considerate come gli altri dipendenti (possono essere inclusi anche i lavoratori su base temporanea o ad interim); i proprietari-gestori; i soci che svolgono un'attività regolare nell'impresa e beneficiano di vantaggi finanziari da essa offerti.

Non rientrano invece in tali categorie: gli apprendisti con contratto di apprendistato o gli studenti con contratto di formazione professionale e i dipendenti in congedo di maternità o parentale.

Il criterio del fatturato annuo si configura come un efficace indicatore della dimensione economica dell'impresa, in quanto riflette analiticamente il volume d'affari complessivo da essa generato sul mercato. Tale parametro è determinato dalla sommatoria dei ricavi derivanti dalla vendita di beni e dalla prestazione di servizi relativi all'esercizio di riferimento, al netto di sconti commerciali, abbuoni e dell'imposta sul valore aggiunto (IVA).

Parallelamente, il criterio del totale di bilancio, che si riferisce al valore dell'attivo della società, risponde all'esigenza di adottare un indicatore di natura

prettamente contabile e patrimoniale, idoneo a misurare la consistenza degli investimenti e la struttura degli attivi aziendali[1].

Sotto il profilo della classificazione normativa europea, il computo della forza lavoro (totale degli effettivi) rappresenta la condizione imprescindibile e vincolante per l'attribuzione della qualifica di PMI e per la sua successiva segmentazione dimensionale. Il mancato rispetto di questo specifico parametro esclude a priori l'azienda dal perimetro delle Piccole e Medie Imprese. Una flessibilità superiore è invece concessa per le metriche economico finanziarie; i limiti relativi al volume d'affari annuo e al totale dell'attivo patrimoniale operano infatti in via alternativa. Di conseguenza, l'impresa mantiene lo status di PMI anche qualora superi una delle due soglie finanziarie, a patto che l'altra rimanga entro i confini stabiliti dal legislatore.

La norma in esame, attraverso la definizione di alcune soglie di riferimento, individua tre tipologie di imprese.

La microimpresa costituita da imprese che hanno meno di 10 occupati e hanno un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro.

La piccola impresa costituita da imprese che hanno meno di 50 occupati e hanno un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro.

Infine, la media impresa costituita da imprese che hanno meno di 250 occupati e hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.

[1] Sia il fatturato che il totale di bilancio sono quelli risalenti all'ultimi esercizio contabile approvato precedentemente alla presentazione della domanda di richiesta dell'agevolazione

**Tabella 1.1 tabella riepilogativa dei criteri di classificazione PMI**

*(i dati di riferimenti al fatturato e bilancio sono espressi in milioni di euro)*

| Criteri | Numero di occupati (ULA) | Fatturato | Totale di bilancio |
|---|---|---|---|
| MICRO IMPRESA | < 10 | < 2 | < 2 |
| PICCOLA IMPRESA | < 50 | < 10 | < 10 |
| MEDIA IMPRESA | < 250 | < 50 | < 43 |

Fonte: PMI.it

Un ultimo criterio di classificazione risiede nel requisito dell'indipendenza: è necessario per una PMI, per essere definita tale, che il suo capitale o i diritti di voto all'interno dell'assemblea dei soci (potere decisionale correlato) non siano detenuti per più del 25% da una o più imprese che non possano essere definite come "piccole o medie imprese".

Analizzando il contesto macroeconomico nazionale, emerge l'importanza di queste realtà. Le PMI, infatti, rappresentano la parte più importante del tessuto economico italiano. Le rilevazioni dell'ISTAT (Istituto Italiano di Statistica) certificano che le micro, piccole e medie imprese rappresentano il 99,9% del totale delle imprese attive sul territorio nazionale. Inoltre, esse generano oltre il 63% del valore aggiunto nazionale e assorbono circa il 78% dell'intera forza lavoro privata[2].

Anche lato esportazioni le PMI svolgono un ruolo centrale. Secondo il Rapporto ICE, elaborato dalla Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane, le piccole e medie imprese

[2] ISTAT, Rapporto sulla competitività dei settori produttivi, Edizione 2026.

contribuiscono per circa la metà del valore complessivo delle esportazioni nazionali[3].

Tuttavia, si trovano dei limiti legati alla struttura patrimoniale. Le recenti analisi della Banca D'Italia evidenziano come l'ecosistema produttivo italiano finanza la propria attività prevalentemente attraverso l'autofinanziamento, generato attraverso l'accantonamento degli utili, mantenendo una certa lontananza verso l'apertura di capitali di rischio esterni[4]. Tale tendenza è avvalorata dai risultati del Censimento permanente delle imprese condotto dall'ISTAT. L'indagine statistica certifica che circa l'80% delle imprese (con almeno 3 addetti) attinge in via prioritaria a risorse interne per finanziare la propria attività operativa, confermando la centralità dell'autofinanziamento all'interno delle logiche gestionali delle PMI [5]. Questa preferenza non è dettata solo dalle dimensioni, ma spesso affonda le radici nella struttura di governance tipica del tessuto produttivo italiano, che è l'impresa familiare. Le famiglie fondatrici, infatti, frequentemente sono restie verso l'apertura del capitale a soggetti terzi, temendo che l'ingresso di investitori esterni possa compromettere la loro autonomia e il controllo sull'azienda.

Questa dipendenza dai mezzi propri interni e dal tradizionale credito bancario rende difficile per le imprese competere sui mercati globali e attrarre risorse manageriali e professionali altamente qualificate. Per questo è importante per le PMI cominciare a valutare fonti di approvvigionamento alternative rispetto ai canali tradizionali.

[3] ICE, Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane, L'Italia nell'economia internazionale, Rapporto 2025/2026.
[4] Banca d'Italia, relazione annuale sul 2025, Capitolo 6 "Le imprese".
[5] ISTAT, censimento permanente delle imprese, dati del 2022 (ultima rilevazione consolidata).

## 1.2 La dipendenza dal credito bancario

Una delle principali criticità che le PMI incontrano durante il loro ciclo di vita è legata al reperimento delle risorse finanziare necessarie per sostenere la gestione operativa e i processi di crescita.

Tale problematica si manifesta spesso sotto forma di *finance gap*, ovvero la limitazione all'accesso alle fonti di finanziamento esterne. Il *finance gap* è a sua volta costituito da due componenti: il *supply gap*, che riguarda la carenza di fondi o il maggior costo del credito applicato a realtà piccole considerate relativamente più rischiose; e il *knowledge gap*, riconducibile alla limitata consapevolezza, da parte degli stessi imprenditori, di tutte le opportunità e gli strumenti offerti dal mercato dei capitali.

La combinazione dei due elementi fa sì che l'autofinanziamento rappresenti la fonte primaria di approvvigionamento, lasciando il credito bancario come unica alternativa esterna.

Un altro elemento di difficoltà nella ricerca di finanziamenti è generato dalle asimmetrie informative che si instaurano tra l'impresa e i potenziali investitori o creditori. Essendo, nella stragrande maggioranza dei casi, non quotate, le PMI non sono soggette ai rigidi obblighi di trasparenza e *disclosure* richiesti dai mercati regolamentati. Questa maggiore opacità informativa rende l'analisi dei fondamentali aziendali complessa e onerosa per soggetti terzi, i quali tendono a limitare il credito o a richiedere interesse più alti per rischio a fronte di dati contabili limitati o di dubbia qualità.

Tale dinamica viene inquadrata dalla *Pecking Order Theory*, secondo cui proprio per minimizzare i costi legati alle asimmetrie e alla selezione avversa, le imprese seguono una rigida gerarchia nelle scelte di finanziamento: privilegiano in assoluto la liquidità generata internamente, in caso di fabbisogno aggiuntivo ricorrono al debito e solo come ultima opzione l'apertura al capitale di rischio.

Tuttavia, la difficoltà di accesso ai capitali esterni non è imputabile esclusivamente e fattori esogeni, ma trova fondamento anche in una componente culturale interna. Il modello di governance familiare, tipico della maggioranza delle PMI italiane, percepisce l'ingresso di nuovi soci esterni non come un'opportunità strategica, ma come una minaccia all'indipendenza e al controllo della società. I dati della Banca d'Italia confermano che nel periodo che va tra il 2021 e il 2025 solamente il 6% delle imprese ha preso in considerazione la possibilità di raccogliere nuovo capitale di rischio presso investitori esterni.
La motivazione data da circa la metà del campione per giustificare questo dato è proprio quella di voler mantenere invariata la struttura societaria e di preservare la gestione nelle mani della proprietà attuale[6].
La combinazione di tali fattori esogeni ed endogeni ha portato il sistema finanziario italiano a strutturarsi secondo un tipico modello bancocentrico.
A differenza dei mercati di matrice anglosassone, prevalentemente *market based*[7], in cui l'allocazione delle risorse avviene attraverso i mercati aperti e la sottoscrizione diffusa di strumenti azionari e obbligazionari, il modello italiano si fonda, invece, più sull'intermediazione bancaria indiretta. In questo contesto, la banca assume un ruolo centrale, non si limita a fornire liquidità a breve termine, ma costituisce la base quasi esclusiva per la copertura degli investimenti anche di medio e lungo termine.
Questo legame, tra il tessuto produttivo italiano e il sistema creditizio, dà origine a una relazione di lunga durata tra l'imprenditore e la banca. Da un lato ciò permette all'impresa di ottenere credito, dall'altro lato vincola la vita aziendale alle politiche di bilancio e alla disponibilità di credito del sistema bancario. Tutto

[6] Banca d'Italia, relazione annuale sul 2025, Capitolo 6 "Le imprese".

[7] Termine che si utilizza per indicare un modello in cui i mercati dei capitali svolgono un ruolo principale nel finanziamento delle imprese e nell'allocazione delle risorse.

questo, pur avendo garantito la stabilità e la crescita delle imprese, ha generato una sottocapitalizzazione rendendo, il sistema economico nazionale vulnerabile a qualsiasi fenomeno di restrizione creditizia o a shock esogeni che colpiscano il bilancio degli istituti di credito.

### *1.2.1 La sottocapitalizzazione e la fragilità finanziaria delle PMI*

La conseguenza di questa dipendenza dal canale creditizio e della avversione verso l'apertura del capitale esterno è la cronica sottocapitalizzazione che colpisce molte PMI italiane.

Sotto il profilo contabile, un'impresa si definisce sottocapitalizzata quando i mezzi propri, cioè il capitale di rischio o equity costituito dai conferimenti iniziali dei soci e dalle riserve generate dagli utili accantonati, risultano inadeguatamente bassi rispetto al capitale di terzi, composto da debiti contratti verso banche, fornitori e altri finanziatori. L'azienda, in questo modo, finanzia le proprie attività operative e i propri investimenti operando con una struttura fortemente sbilanciata a favore dell'indebitamento.

Per capire le conseguenze di tale squilibrio nelle fonti di finanziamento, è necessario fare attenzione a come queste vengono remunerate. Il capitale di rischio è una fonte di finanziamento paziente e flessibile in quanto non prevede scadenza obbligatorie per il rimborso e i soci vengono remunerati, tramite la distribuzione di dividendi, solamente quando l'impresa genera utili sufficienti.

Il debito bancario, al contrario, rappresenta una fonte rigida poiché impone all'azienda il pagamento di rate fisse alle scadenze pattuite, a prescindere dall'effettivo andamento del fatturato o dalla redditività.

Se da un lato l'utilizzo del debito permette agli imprenditori di mantenere il controllo della governance e di beneficiare dello scudo fiscale, grazie alla deducibilità degli oneri finanziari, dall'altro lato genera una profonda fragilità

finanziaria. Tale dinamica trova riscontro nella Trade-off Theory (Kraus e Litzenberger, 1973) della struttura del capitale, la quale evidenzia come i benefici fiscali dell'indebitamento vengono progressivamente erosi e superati dai costi attesi del dissesto finanziario all'aumentare dell'esposizione debitoria. Inoltre, una struttura del passivo dominata dal debito a breve o medio termine, riduce drasticamente la flessibilità dell'azienda dato che assorbe flussi di cassa operativi per poter pagare il debito.

I rischi legati alla sottocapitalizzazione si amplificano nelle fasi di instabilità macroeconomica. In presenza di cicli economici che portano ad una contrazione improvvisa dei ricavi, o a fronte di una politica monetaria restrittiva che porta ad un innalzamento dei tassi di interesse, facendo così lievitare le rate dei mutui a tasso variabile, l'impresa si ritrova in grandi difficoltà. In assenza di mezzi propri in grado di compensare le perdite, i flussi di cassa diventano insufficienti per coprire i costi fissi del debito. Le PMI sottocapitalizzate rischiano così di cadere in una crisi di illiquidità che può condurre all'insolvenza e al fallimento nei casi più gravi.

Oltre al rischio di default, l'eccessivo indebitamento rappresenta un limite strategico per l'impresa. La sottocapitalizzazione, infatti, può bloccare la crescita dimensionale della società. Un'impresa già molto indebitata raggiunge in fretta la propria capacità di contrarre debito, di conseguenza, sarà difficile per lei ottenere ulteriori prestiti per finanziare nuovi progetti per la propria espansione. Questa difficoltà di accedere a nuovo credito colpisce soprattutto l'innovazione, in quanto gli investimenti in ricerca e sviluppo o in beni immateriali, sono caratterizzati da ritorni incerti e lontani nel tempo e difficilmente trovano sostegno dal credito bancario se non con le giuste garanzie. Gli istituti di credito, infatti, preferiscono il finanziamento di progetti tangibili che possono essere facilmente coperti da garanzia.

Pertanto, la sottocapitalizzazione cessa di essere un mero problema contabile che priva le PMI della liquidità necessaria per innovare, e diviene un ostacolo strutturale alla loro competitività sui mercati globali.

### *1.2.2 I requisiti sempre più stringenti richiesti dalle banche*

Oltre ad avere una struttura patrimoniale fragile, le PMI nel momento della ricerca del capitale si scontrano con il problema legato alle asimmetrie informative. Questa opacità costituisce un ostacolo per l'accesso al credito, le imprese di piccole dimensioni, infatti, producono un'informativa contabile meno sofisticata e raramente possiedono *rating* di agenzie esterne a garanzia della loro struttura.

Storicamente questo problema veniva risolto, attraverso il legame che si creava tra imprenditore e intermediario. L'interazione prolungata fra i due permetteva di accumulare informazioni di natura qualitativa, come ad esempio reputazione, capacità manageriali e dinamiche interne che riuscivano a colmare la carenza di dati contabili. Tuttavia, l'evoluzione della vigilanza prudenziale del Comitato di Basilea ha progressivamente sempre più limitato questo rapporto fiduciario imponendo un modello spersonalizzato fondato esclusivamente su parametri quantitativi e *rating*.

Questo processo ha avuto inizio nel 1988 con l'accordo di Basilea I, che ha introdotto per la prima volta il *Risk Asset Ratio*, conosciuto anche come coefficiente di solvibilità. L'indicatore impone un vincolo preciso alle banche; il patrimonio di vigilanza della banca[8] non può essere inferiore all'8% delle attività

[8] Il patrimonio di vigilanza (o fondi propri) rappresenta l'aggregato patrimoniale su cui si calcolano i requisiti prudenziali delle banche. Storicamente articolato dagli Accordi di Basilea, esso si scompone in patrimonio di base (*Tier*, che include il capitale versato, le riserve palesi e gli utili non distribuiti, fungendo da presidio primario contro le perdite) e patrimonio supplementare (*Tier 2*, comprendente passività subordinate e altri strumenti ibridi).

ponderate per il rischio. La finalità di questa regola è protettiva, infatti, la banca deve sempre mantenere un cuscinetto di capitale sufficiente ad assorbire le perdite inattese derivanti dall'insolvenza dei debitori, evitando così di intaccare i risparmi dei depositanti o di rischiare il fallimento.

Con l'introduzione di Basilea II nel 2004 l'accesso al credito per le PMI viene ulteriormente penalizzato. Il primo pilastro del nuovo accordo stabilisce che la quota di patrimonio da accantonare non debba più essere generica, ma proporzionale al grado di rischio effettivo del soggetto richiedente.

Per determinare questo rischio, le banche potevano scegliere tra un metodo standard, basato su *rating* di agenzie esterne e l'approccio basato su *rating* interni, che a sua volta si divide in base ed avanzato. In riferimento alle piccole e medie imprese il metodo standard è difficile da applicare in quanto queste sono solitamente sprovviste di *rating* esterni di società di revisione.

Le banche così adottano modelli interni, e nel farlo sono chiamate a misurare il rischio calcolando la perdita attesa, data dal prodotto matematico fra tre variabili. La probabilità di insolvenza della controparte (PD), la perdita effettiva in caso di default (LGD) e l'esposizione al momento dell'insolvenza (EAD). È in questo calcolo che l'architettura delle PMI si trasforma in un ostacolo.

Essendo realtà più piccole e solitamente caratterizzate da alti livelli di debito, questo fa impennare la probabilità di insolvenza. A ciò si aggiunge la frequente impossibilità di fornire garanzie altamente liquide, fattore che innalza ulteriormente la stima della perdita.

Di conseguenza, il finanziamento di una PMI viene classificato come intrinsecamente più rischioso, costringendo la banca ad accantonare una quota di patrimonio di vigilanza superiore rispetto a quello richiesto per finanziare una società di grandi dimensioni solida e più trasparente.

In tale contesto emerge una figura cruciale che è quella dei Confidi, questi possono intervenire come garanti terzi a favore dell'impresa e questo permette di abbattere la stima della perdita, abbassando il peso dell'esposizione e rendendo l'operazione maggiormente sostenibile per l'intermediario.

A seguito delle crisi finanziarie globali, la normativa ha subito un ulteriore restringimento. L'accordo di Basilea III (2008), oltre a innalzare i requisiti di capitale base (da 8% a 13%), ha introdotto rigorosi indicatori di liquidità di breve (*Liquidity Coverage Ratio*) e di medio/lungo periodo (*Net Stable Funding Ratio*). Questa necessità di mantenere un equilibrio tra attività liquidabili e flussi in uscita ha spinto gli istituti a privilegiare impieghi altamente sicuri e liquidabili.

L'apice di questo percorso si è raggiunto con l'entrata in vigore, nel primo gennaio 2025, del pacchetto legislativo europeo *Capital Requirement Regulation* (CRR3), che recepisce gli standard di Basilea IV. La riforma riduce i margini di discrezionalità dei modelli interni tramite l'introduzione dell'*output floor,* imponendo che il capitale accantonato non possa scendere al di sotto del 72,5% di quanto risulterebbe applicando i più severi standard e impone una rigorosa valutazione dei rischi legati ai fattori ESG.

Quest'ultimo aspetto rappresenta un ulteriore ostacolo per il tessuto produttivo minore. Le nuove normative impongono infatti agli istituti di credito di incorporare i rischi di sostenibilità (ambientali, sociali e di governance) nei propri processi di valutazione del merito creditizio e nel calcolo dei requisiti patrimoniali. Tuttavia, la maggior parte delle PMI italiane è attualmente sprovvista delle strutture organizzative e delle risorse necessarie per produrre una reportistica di sostenibilità. Questa dinamica espone le piccole e medie imprese ad una problematica. L'impossibilità di fornire dati ESG adeguati si traduce per la banca in un potenziale aumento del profilo di rischio che comporta

un razionamento del credito o un sensibile aumento dei tassi di interesse praticati.

L'applicazione del nuovo *framework* CRR3 comporta un sensibile aumento dei requisiti patrimoniali per gli istituti bancari, innescando il timore di una nuova ondata di razionamento del credito ai danni delle PMI[9].

L'effetto di queste regole è ancora più marcato nei periodi di instabilità economica, in cui i parametri di rischio delle imprese si deteriorano rapidamente, innalzando l'assorbimento di capitale richiesto. Questo costringe il sistema a contrarre gli impieghi per non violare i vincoli di vigilanza.

La regolamentazione prudenziale sta, di fatto, rendendo il finanziamento di una PMI un'operazione antieconomica per il sistema creditizio. Questo rimarca come l'approvvigionamento solo da fonti bancarie sia ormai insostenibile, e come la ricerca di fonti alternative sia sempre più importante.

### 1.3 Il fabbisogno finanziario per la crescita e l'apertura a fonti alternative

Le PMI che intendono fare un salto di qualità nel mercato competitivo attuale, caratterizzato dalla transizione ecologica, digitalizzazione dei processi produttivi e internazionalizzazione, devono investire grandi quantità di denaro che l'autofinanziamento, insieme al debito bancario, non sono in grado di sostenere. Emerge il bisogno di finanziamenti diversi, che non coprano più temporanee carenze di liquidità del capitale circolante, ma che siano in grado di finanziare una crescita dimensionale e strategica di lungo periodo.

Il ricorso esclusivo al credito bancario, come analizzato in precedenza, per sostenere tali progetti risulta inefficace. Gli investimenti in asset immateriali, quali ricerca e sviluppo di nuovo prodotti o progetti di crescita, generano flussi

[9] G. Carteni, *La BCE, il risiko bancario e lo stretto degli NPL*, in "Econopoly, Il Sole 24 Ore", 12 Settembre 2025.

di cassa incerti e differiti nel tempo, rendendoli incompatibili con la rigidità delle scadenze e le garanzie richieste dagli istituti di credito. L'impresa per questo motivo, nel finanziare la propria crescita, deve diversificare le fonti di approvvigionamento, distanziandosi dal credito bancario.

Inizialmente, le imprese possono ricorrere a strumenti di debito alternativo per alleggerire la tensione finanziaria a breve termine, mantenendo intatti gli assetti proprietari. L'utilizzo di soluzioni *Fintech*, come l'*Invoice Lending* per monetizzare rapidamente i crediti commerciali, o l'emissione di titoli di debito a breve scadenza, come le cambiali finanziarie, permettono all'impresa di ottimizzare la propria liquidità e di affacciarsi per la prima volta alle opportunità offerte dal mercato dei capitali.

Gli strumenti di debito alternativo, per quanto efficaci nel breve termine, non risolvono tuttavia il problema strutturale della cronica sottocapitalizzazione.

L'apertura della *governance* a capitali privati istituzionali rappresenta il vero punto di svolta. L'ingresso di operatori specializzati, come i fondi di *Private Equity* o i *Club Deal*, produce un duplice beneficio. Da un lato apporta all'azienda risorse finanziarie, dall'altro lato impone un rigoroso percorso di managerializzazione. È proprio grazie a questo affiancamento operativo che la società acquisisce gli assetti di controllo indispensabili per accedere ai mercati dei capitali.

Il completamento di questo percorso organizzativo è rappresentato dalla quotazione, capace di dare all'impresa una struttura patrimoniale solida e flessibile. Poiché l'accesso al mercato principale richiede oneri spesso insostenibili per le imprese di piccole e medie dimensioni, assumono importanza i Sistemi Multilaterali di Negoziazione (MTF - *Multilateral Trading Facilities*).

Nel contesto italiano questo ruolo è assunto dall'Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) nato con l'intento di semplificare l'ammissione e diminuire gli oneri normativi per le esigenze del mercato produttivo minore.

L'entrata su tale listino offre all'impresa visibilità e capitali necessari per i propri investimenti, in più, laddove siano presenti investitori istituzionali, garantisce una via d'uscita dalla compagine sociale.

Il mercato azionario cessa, dunque, di rappresentare un perimetro riservato unicamente alle società ad alta capitalizzazione, affermandosi come un canale di finanziamento strutturale per le imprese minori. La quotazione si configura come una fonte di finanziamento alternativa, in grado di garantire alle PMI le risorse necessarie per affrontare una crescita futura.

# Capitolo 2 IL MERCATO DEI CAPITALI

## 2.1 I mercati dedicati alle PMI e la loro evoluzione

### *2.1.1 Il MAC*

Il tema dell'accesso delle Piccole e Medie Imprese (PMI) al mercato dei capitali rappresenta uno degli snodi cruciali per l'evoluzione del sistema produttivo italiano, storicamente caratterizzato da un'elevata dipendenza dal canale bancario (il cosiddetto bancocentrismo) e da una pronunciata frammentazione dimensionale. Per questo motivo, il primo obiettivo strategico di Borsa Italiana, che precede per urgenza anche l'attenzione rivolta alle società di grandi dimensioni, è stimolare la quotazione delle PMI.

Il tessuto imprenditoriale italiano si scontra frequentemente con il fenomeno del *credit crunch* e con i progressivi vincoli regolamentari imposti alle banche commerciali dalle normative di vigilanza prudenziale (dall'accordo di Basilea II fino ai più recenti *framework* di Basilea III e IV). Tali requisiti hanno sensibilmente irrigidito i processi di valutazione del merito creditizio, precludendo o ostacolando l'accesso al finanziamento esterno per le realtà aziendali di minori dimensioni. La quotazione in Borsa può ovviare a questi problemi, permettendo alle imprese di raccogliere direttamente dal mercato il capitale di rischio di cui necessitano.

La storia del segmento di mercato dedicato alle PMI italiane parte dal MAC fino ad arrivare all'attuale Euronext Growth Milan (EGM), che ha sostituito il vecchio AIM Italia. Quest'ultima trasformazione si inquadra nella recente fusione tra Borsa Italiana e il gruppo paneuropeo Euronext, avvenuta in seguito all'uscita dal perimetro del London Stock Exchange causata dalla Brexit.

Il primo vero passo fu la creazione del MAC (Mercato Alternativo del Capitale), definito come "un sistema di scambi organizzati di azioni, riservato agli investitori professionali, fondato su semplicità d'accesso e forte collegamento

con le banche di riferimento del territorio in cui operano le imprese" (Borsa Italiana). Il suo regolamento, approvato il 29 maggio 2007, istituì un mercato appositamente predisposto per le piccole imprese con l'obiettivo di migliorare l'offerta borsistica nei loro confronti. Il MAC mirava a colmare il vuoto d'offerta a favore del finanziamento tramite *equity* per le PMI, prevedendo requisiti d'accesso meno stringenti e regole di funzionamento maggiormente adeguate alle loro caratteristiche gestionali e strutturali.

Tuttavia, nonostante l'obiettivo condivisibile, l'esperienza del MAC evidenziò presto gravi limiti e criticità che ne determinarono l'insuccesso. In primo luogo, il vincolo di accesso rappresentò uno degli elementi più limitanti; essendo il mercato riservato esclusivamente a investitori professionali e istituzionali, impedì la formazione di un flottante[10] diffuso in grado di garantire una regolarità degli scambi. L'assenza di una clientela *retail* ostacolò lo sviluppo di un mercato secondario liquido; gli investitori istituzionali, infatti, adottano tipicamente strategie di mantenimento dei titoli in portafoglio nel medio-lungo termine (logica *buy and hold*), acutizzando l'intrinseca illiquidità del listino.

Anche il funzionamento tecnico del mercato si rivelò inadatto alle caratteristiche delle PMI. I titoli a bassa capitalizzazione, infatti, sia per i volumi ridotti sia per il basso flottante, presentano naturalmente un alto grado di illiquidità che può compromettere la sostenibilità degli scambi. Nel MAC, l'adozione di un sistema di negoziazione non continua (scambi ad asta) depresse ulteriormente la liquidità dei titoli. Per ovviare ai problemi di paralisi in questi specifici segmenti, Borsa Italiana ha dovuto successivamente (sia per l'AIM che poi per l'EGM) adottare forme di mercato cosiddette *quote driven*. Questa forma di mercato è caratterizzata dalla presenza di intermediari (*dealer*) che si assumono in proprio

[10] Il flottante rappresenta la parte del capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario.

le posizioni, fungendo da controparte. Quando il *dealer* svolge tale ruolo per contratto (ossia viene remunerato dalla Borsa come controparte istituzionale), opera in veste di *market maker*, sostituendosi al mercato e garantendo in ogni momento la negoziabilità dei titoli.

Infine, un'ulteriore criticità del MAC fu la centralità della figura dello Sponsor. Originariamente concepita per valorizzare la prossimità delle banche locali alle imprese del territorio, essa generò invece inefficienze e sovrapposizioni di ruoli: gli istituti di credito si trovavano di fatto a operare simultaneamente sia come erogatori di debito che come collocatori di *equity*.

A distanza di anni dalla sua nascita, il MAC risultava un mercato illiquido, lontano dalle aspettative iniziali e con solamente 11 società quotate. Proprio per superare queste inefficienze, nel 2009, Borsa Italiana decise di importare il modello di successo anglosassone lanciando l'AIM Italia e stabilendo, nel 2012, di accorpare in un unico mercato l'AIM e il MAC. Per effetto di questa fusione, le società quotate nel MAC transitarono nel nuovo listino su base volontaria e nel rispetto dei nuovi requisiti richiesti. La vera innovazione dell'AIM Italia, oggi rinominato Euronext Growth Milan (EGM), è stata l'introduzione della figura chiave del *Nomad* (oggi *Euronext Growth Advisor*), cui è delegata in via esclusiva la valutazione dell'adeguatezza della PMI alla quotazione, e l'aver affiancato la necessaria flessibilità normativa a un più efficiente sistema di scambi in negoziazione continua.

### *2.1.2 La nascita di AIM Italia e l'introduzione del modello anglosassone*

L'AIM Italia, mercato alternativo del capitale, è stato introdotto nel dicembre 2008, non molto dopo l'acquisizione di Borsa Italiana da parte del Gruppo LSE (London Stock Exchange). Esso fu concepito come un'espansione

dell'omonimo AIM UK, considerato all'epoca il mercato di maggior successo in Europa per le PMI.

La novità più rilevante introdotta da questo mercato è stata l'apertura anche alla clientela *retail*, oltre alla predisposizione ad accogliere *start-up* e aziende ad alto potenziale di crescita. Si trattava di un mercato pensato non solo per le aziende alla ricerca di un canale alternativo per la raccolta di capitale rispetto al tradizionale credito bancario, ma strutturato appositamente per favorire lo sviluppo delle PMI.

Nel 2012 si è proceduto all'integrazione tra i due mercati, creando "AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale", che è diventato l'unico *hub* italiano dedicato alla quotazione delle PMI.

Il salto di qualità rispetto al MAC è stato dettato da due innovazioni normative e strutturali fondamentali.

In primo luogo, l'apertura al mercato *retail*; a differenza del MAC, AIM Italia ha consentito l'accesso anche agli investitori al dettaglio (non professionali). Questa scelta ha permesso di ampliare significativamente la platea dei potenziali investitori, favorendo la creazione di un flottante più diffuso e mitigando le endemiche problematiche di illiquidità che avevano paralizzato il listino precedente.

In secondo luogo, la vera rivoluzione dell'AIM è stata l'introduzione della figura del Nomad. Trattandosi di un Sistema Multilaterale di Negoziazione (MTF) e non di un mercato regolamentato, il processo di ammissione non richiedeva l'approvazione di un Prospetto Informativo da parte della CONSOB, bensì la redazione di un più snello Documento di Ammissione. Per garantire comunque la tutela degli investitori (inclusi quelli retail), Borsa Italiana ha delegato la funzione di garanzia e controllo al Nomad (Nominated Advisor). Questo soggetto, approvato e vigilato direttamente dalla Borsa, ha il compito di valutare

l'appropriatezza dell'impresa ai fini della quotazione e di affiancarla continuativamente nel periodo post-IPO, garantendo il rispetto delle regole di trasparenza. Di fatto, il Nomad si fa garante della qualità dell'emittente nei confronti del mercato.

L'adozione di questo modello ha rappresentato il punto di svolta: ha abbattuto i tempi di quotazione (da 6-9 mesi del mercato principale a circa 2-4 mesi) e ha ridotto sensibilmente i costi, rendendo la Borsa un'opzione finalmente percorribile per il *mid-market* italiano.

### *2.1.3 L'attuale assetto: Euronext Growth Milan*

L'ultima fase evolutiva, che definisce l'attuale assetto del mercato dei capitali per le PMI, si è concretizzata nell'ottobre 2021. A seguito dell'acquisizione di Borsa Italiana da parte del gruppo paneuropeo Euronext (che gestisce, tra le altre, le borse di Parigi, Amsterdam, Dublino e Lisbona), AIM Italia è stato ribattezzato Euronext Growth Milan (EGM).

Questo cambiamento non è stato meramente nominalistico, ma ha comportato un'importante integrazione strategica: l'inserimento in un *network* continentale offre alle PMI italiane una visibilità senza precedenti su un *pool* di liquidità europeo e su una platea di investitori istituzionali internazionali molto più vasta. Come il precedente AIM, l'Euronext Growth Milan si configura come un Sistema Multilaterale di Negoziazione (MTF - *Multilateral Trading Facility*), disciplinato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. A differenza del mercato principale (Euronext Milan, che è un mercato "regolamentato" ai sensi della direttiva MiFID II), l'EGM adotta un approccio regolamentare snello e flessibile, studiato appositamente per le dinamiche di crescita delle piccole e medie imprese.

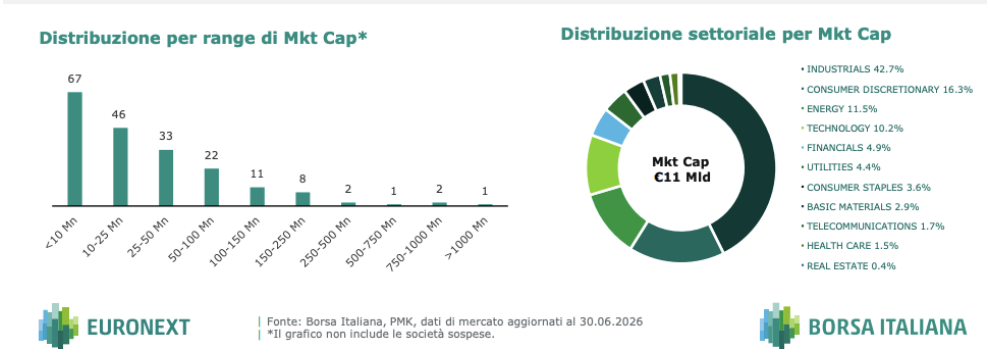
Il principio cardine su cui si fonda è la regolamentazione proporzionale: le regole sono commisurate alle effettive dimensioni e capacità organizzative delle società

emittenti, bilanciando l'esigenza di flessibilità gestionale con la necessaria tutela degli investitori.

Negli anni il segmento Euronext Growth Milan, grazie alla sua struttura snella e alla facilità di quotazione è risultato sempre più uno strumento appetibile per le PMI vedendo crescere sia il numero di società al suo interno sia il suo *market cap*[11]. Ad oggi, secondo gli ultimi dati disponibili, il numero della società quotate nel mercato EGM sono 203, suddivise in 11 settori produttivi, con una capitalizzazione di mercato totale di 11 miliardi di euro (Bollettino statistico Mercati di Consob, luglio 2026). Nel 2025 si sono registrate 21 ammissioni, tutte concentrate nel Growth Market; questo ha permesso di raccogliere un capitale complessivo di 125,9 milioni di euro.

Figura 1.1

**I numeri di Euronext Growth Milan**




Fonte: Borsa Italiana, PMK, dati di mercato aggiornati al 30.06.2026

La criticità del segmento riguardante la poca liquidità degli scambi rimane presente; infatti, nonostante il numero delle società quotate il volume degli scambi rimane basso.

[11] Con riferimento ad una società, rappresenta il prodotto tra il numero di azioni in circolazione e il loro prezzo unitario; con riferimento ad un mercato rappresenta il valore complessivo, ai prezzi di mercato, di tutti i titoli quotati.

I dati che mostrano i volumi di negoziazione ci dicono che nel corso 2025, il valore totale degli scambi azionari sull'Euronext Growth Milan si è fermato a 2,0 miliardi di euro. Questa dinamica ha trovato conferma anche nel 2026, dove le negoziazioni sull'EGM sono state pari a soli 0,9 miliardi di euro, in particolare 0,4 miliardi nel primo trimestre e 0,5 miliardi nel secondo[12].

Per fare un confronto dimensionale basta osservare che nello stesso anno 2025 i volumi di scambio nel mercato principale Euronext Milan hanno un avuto un controvalore totale di 690,2 miliardi di euro. Questo mostra come L'EGM faciliti la raccolta iniziale dei capitali, ma post quotazione sia caratterizzato da una marcata illiquidità dei titoli.

### *2.1.4 Un breve cenno al segmento professionale*

All'interno del mercato EGM è presente anche un segmento professionale ideato appositamente per le PMI che desiderano un approccio graduale e flessibile al mercato dei capitali. L'accesso a questo segmento è riservato esclusivamente agli investitori professionali, e rappresenta una rampa di lancio per una platea di emittenti che desiderano o necessitano tempo per dotarsi delle strutture organizzative adeguate a operare sui mercati aperti al pubblico *retail*.

Borsa Italiana indica il segmento professionale come un mercato dedicato a start-up e scale-up che hanno avviato la commercializzazione da meno di un anno e stanno consolidando le funzioni strategiche del proprio modello di business. A questo si aggiungono le imprese che mirano a operazioni di just listing, ovvero ammissioni alla quotazione senza un'immediata necessità di raccolta di capitali tramite offerta pubblica iniziale; si tratta di un'opzione strategica per l'impresa che mira primariamente ad accrescere la propria visibilità in attesa di condizioni migliori per la collocazione. Infine, il segmento si presta ad accogliere emittenti

[12] Bollettino statistico Mercati redatto da Consob, luglio 2026.

che strutturano strumenti o offerte complesse, non adatte per il loro profilo di rischio a una clientela al dettaglio.

Rispetto all'EGM, il segmento professionale prevede requisiti di ammissione e mantenimento caratterizzati da un regime di massima semplificazione. Sotto il profilo contabile, è richiesta la revisione di un solo bilancio, qualora la società esista da almeno un anno. Anche il requisito del flottante risulta sensibilmente agevolato: la soglia minima richiesta scende al 10% (rispetto al 20% del listino principale), da distribuire tra un minimo di soli cinque investitori. Il regolamento prevede inoltre un'estrema flessibilità temporale, stabilendo che qualora il flottante si attesti inizialmente in una forchetta compresa tra il 2% e il 10%, Borsa Italiana dispone l'ammissione seguita da una contestuale sospensione, concedendo alla società fino a due anni di tempo per raggiungere la soglia minima prima di procedere all'eventuale revoca.

Le dinamiche e le regole di negoziazione sul mercato secondario riflettono la natura protetta del segmento. In primo luogo, l'acquisto dei titoli è precluso al pubblico, agli investitori non professionali sono consentite unicamente operazioni in vendita, e solo a condizione che risultassero già azionisti della società in un momento antecedente all'ammissione. Inoltre, diversamente dalla negoziazione continua, gli scambi si basano su un meccanismo d'asta che fissa un unico prezzo giornaliero. Il lotto minimo di negoziazione è fissato a un controvalore, pari a 5.000 euro. Infine, il sistema garantisce alle PMI quotate importanti semplificazioni operative, le aziende sono infatti esonerate sia dall'obbligo di nominare uno Specialist per supportare la liquidità del titolo, sia dalla produzione di analisi e ricerche finanziarie periodiche, ottenendo così una notevole riduzione dei costi legati al mantenimento della quotazione.

## 2.2 Requisiti e procedura per la quotazione in Euronext Growth Milan

### *2.2.1 I requisiti di ammissione*

La quotazione sul mercato Euronext Growth Milan, come detto più volte in precedenza, nasce con l'intento di facilitare l'accesso alle PMI offrendo un percorso di ammissione flessibile, tempi ridotti e oneri amministrativi semplificati rispetto a quelli richiesti nel mercato principale Euronext Milan. Prima di tutto l'azienda deve verificare di rispettare alcuni prerequisiti essenziali, che se non soddisfatti, deve provvedere al loro adeguamento o modifica.

Questi sono:

a) Riorganizzazione della società nel caso in cui lo statuto societario non abbia previsto delle clausole sulla libera circolazione delle azioni. Eventuali clausole che limitano la libera circolazione devono essere modificate o eliminate per consentire la negoziazione sul mercato.
b) Nel momento della quotazione in Borsa vanno apportate delle modifiche assembleari. Vanno rimosse o modificate le clausole di maggioranza rafforzata o bloccata[13], per allineare lo statuto ai quorum legali del TUF e del Codice Civile previsti per le società quotate.
c) Il regolamento EGM richiede che la deliberazione di revoca dalle negoziazioni sia assunta con il voto favorevole di almeno il 90% dei voti degli azionisti presenti in assemblea. Questo per garantire che gli azionisti di minoranza (retail o istituzionali) non subiscano un *delisting* forzato che renderebbe i loro titoli illiquidi[14]. In più l'azienda secondo

[13] Gli statuti di aziende con pochi soci come potrebbe essere per le PMI prevedono solitamente maggioranza qualificate, unanimità o maggioranze elevate (ad es. 80%) sia per le delibere ordinarie che straordinarie. Questo potrebbe portare ad uno stallo decisionale nel momento in cui si apre la società al pubblico. Lo statuto deve essere allineato all'articolo 2369 del Codice civile che prevede quorum più bassi (almeno un quinto del capitale sociale).
[14] Previsto dall'articolo 41 e Scheda 6 del Regolamento Emittenti EGM.

l'articolo 127 sexies, comma 1 del TUF può emettere azioni a voto plurimo prima della quotazione e mantenerle anche dopo le negoziazioni[15].

d) Implementazione del quadro organizzativo di controllo di gestione adeguato alle caratteristiche dell'azienda e al mercato di quotazione.
e) Miglioramento dei sistemi di comunicazione, dovuto al fatto che sono presenti maggior obblighi informativi verso il pubblico.
f) Eventuali modifiche della governance. Come evidenziato in precedenza è necessario che venga nominato almeno un amministratore indipendente.
g) Definizione di un piano industriale più dettagliato.
h) Molto importante poi è la nomina dei consulenti che seguiranno l'azienda durante il processo e durante la vita da quotata.

Tuttavia, per garantire la tutela agli investitori, l'ammissione e la permanenza su EGM sono subordinate al rispetto di specifici requisiti formali e sostanziali.

Tali requisiti formali riguardano, nello specifico, la certificazione del bilancio, l'adozione di adeguati presidi di governance, il raggiungimento di un flottante minimo e la predisposizione del documento di ammissione.

I requisiti sostanziali, invece, sono volti a delineare l'orientamento alla creazione di valore e il posizionamento competitivo dell'impresa, nonché a valutarne la solidità della struttura finanziaria e la validità della strategia adottata per sostenerne la crescita nel tempo.

Il processo di quotazione può essere scomposto in tre fasi distinte Pre-IPO, IPO e Post-IPO.

[15] Con l'entrata in vigore della Legge 21/2024 (Legge Capitali), si innalza il massimo di voti assegnabili ad una singola azione da 3 a 10. È stato introdotto anche un meccanismo per cui si può prevedere l'attribuzione di due voti dopo 24 mesi, e un voto aggiuntivo per ogni 12 mesi successivi di detenzione continuativa fino a un massimo di 10 voti.

*2.2.2 I requisiti formali.*

Per la quotazione è richiesto un flottante minimo pari al 10%, soglia molto più bassa rispetto a quella del 25% richiesta nel mercato regolamentato. Ciò consente ai soci di maggioranza di non perdere il controllo della società a seguito della quotazione in Borsa. Inoltre, in sede di ammissione le azioni devono essere sottoscritte da almeno cinque investitori istituzionali[16], ammettendo la partecipazione retail solo per offerte inferiori a 8 milioni. Gli investitori retail potranno comunque acquistare i titoli delle società nel mercato secondario.

È poi necessario ottenere una certificazione di bilancio, se esiste, redatto secondo i principi contabili italiani o internazionali. Questo significa che il bilancio deve essere revisionato e valutato da una società di revisione[17] che certifica il rispetto dei principi contabili seguendo i principi di revisione, nonché il rispetto della legge. Il regolamento di mercato permette agli emittenti di scegliere quali principi adottare. Sicuramente l'adozione dei principi IFRS[18] potrebbe essere la scelta più strategica per attrarre anche investitori esteri, consentendo di comparare il bilancio della società con quelli di altre società estere.

A differenza di altri segmenti non è richiesto nessun requisito minimo di capitalizzazione, né un numero minimo di anni di operatività, rendendo possibile l'accesso a società di nuova o recente costituzione.

---

[16] Non basta che si raggiunga il numero minimo di investitori istituzionali ma che ci sia un percentuale minima di flottante sottoscritto pari a 7,5%.

[17] La società di revisione indipendente deve essere regolarmente iscritta al Registro dei Revisori legali gestito e tenuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

[18] Gli *International Financial Reporting Standards* (IFRS), emanati dall'IASB (*International Accounting Standards Board*), sono stati introdotti con l'obiettivo di garantire un elevato grado di comparabilità dei bilanci d'esercizio a livello globale. Nell'ordinamento italiano, il D.Lgs. n. 38/2005 ne ha disciplinato l'applicazione, stabilendo, a partire dal 1° gennaio 2005, l'obbligo o la facoltà di adozione per specifiche categorie societarie (tra cui società quotate, emittenti strumenti finanziari diffusi, banche, intermediari finanziari e imprese di assicurazione).

Sebbene non sia necessario un modello di governance rigido, è obbligatorio che la società si doti di almeno un amministratore indipendente all'interno del proprio C.d.A.

È inoltre richiesta la nomina di un *Investor Relations Manager*, figura chiave per la gestione dei rapporti con azionisti che chiedono chiarimenti o altre informazioni, e la creazione di un sito web dedicato.

Non è obbligatoria in fase di ammissione la creazione di comitati interni specifici come il Comitato Controllo e Rischi o il Comitato Remunerazione.

Una figura centrale nel segmento EGM è la figura dell'Euronext Growth Advisor (EGA), vecchio NOMAD dell'AIM Italia. Nominato dalla società, è una figura essenziale sia per la preparazione alla quotazione che per la permanenza nel mercato, tanto che la sua nomina è obbligatoria in via continuativa. Questo intermediario specializzato può essere una banca, una SIM o una società di *corporate finance* appartenente al *network* dei revisori e iscritta in un apposito registro di Borsa Italiana.

Nella fase propedeutica alla quotazione (Pre-IPO), l'EGA valuta l'appropriatezza dell'emittente rispetto al mercato, valuta l'equity story per capire l'adattabilità al segmento di mercato e se i progetti di crescita siano sostenibili.

L'EGA sovraintende e coordina al processo di *due diligence* finanziaria, di business, fiscale e legale richiesta dal regolamento.

In caso di valutazione positiva, rilascia a Borsa Italiana le prescritte dichiarazioni di appropriatezza, fungendo da garante agli occhi degli investitori.

Molto spesso in questo segmento di mercato l'EGA assolve anche la figura del *Global Coordinator* incaricato del collocamento dei titoli.

Inoltre, l'EGA affianca l'azienda nella predisposizione del Documento di Ammissione e una volta ammessa la società, la assiste e supporta per tutta la durata della permanenza sul mercato.

In particolare, assiste l'emittente nell'assolvimento degli obblighi di trasparenza, monitora l'insorgere di eventuali violazioni del regolamento, aggiorna tempestivamente la società in merito alle novità normative e funge da tramite con Borsa Italiana per risolvere ogni incertezza applicativa della vigente normativa.

Il ruolo e la figura dell'EGA è imprescindibile per il regolare funzionamento del mercato, tanto che la società ne deve essere sempre provvista. Qualora rimanga senza, Borsa Italiana dispone l'immediata sospensione dei titoli e se l'emittente non provvede a nominarne uno nuovo entro 6 mesi, allora procederà con la revoca definitiva dalle negoziazioni.

Dal punto di vista documentale, l'ammissione avviene tramite la redazione di un documento di ammissione, redatto dall'azienda con il supporto dell'EGA e pubblicato sul sito web della società. Il contenuto di questo documento è dettagliato dal Regolamento Delegato UE 2019/980, fornisce informazioni sulla situazione gestionale, finanziaria e sulle prospettive future dell'emittente. All'interno del documento è richiesto l'inserimento di specifici *warning* per rimarcare il rischio maggiore tipicamente associato alle società quotate su MTF. Laddove l'offerta superi la soglia degli 8 milioni di euro (limite recentemente innalzato a 12 con l'entrata in vigore del Listing Act Europeo[19] il 5 giugno 2026), e non si tratti di un collocamento riservato ai soli investitori qualificati, sorge

[19] Regolamento (EU) 2024/2809 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 che modifica i regolamenti 2017/1129, n. 596/2014 e n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali. Le modifiche più recenti apportate con il nuovo pacchetto europeo di giugno 2026 sono indicate nel sito di Borsa Italiana https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/semplificazione-mercati-capitali/listing-act/home.htm

l'obbligo di pubblicare il Prospetto Informativo approvato dalla CONSOB. Tale innalzamento della soglia di esenzione risponde alla precisa volontà del legislatore europeo di abbattere i costi di compliance per le PMI, agevolando la raccolta di capitali di rischio.

### *2.2.3 I requisiti sostanziali*

Il solo soddisfacimento dei requisiti formali di ammissione non garantisce il successo dell'operazione. Il mercato e gli investitori istituzionali focalizzano la propria valutazione sui requisiti sostanziali, i quali attestano l'effettiva solidità e le prospettive strategiche dell'impresa.

Mentre i requisiti formali sono stabiliti da Borsa Italiana S.p.A. nei suoi regolamenti, i requisiti sostanziali sono elementi caratteristici di una società.

Tra i requisiti determinanti richiesti e apprezzati dal mercato in fase di valutazione abbiamo: un prospetto contenente l'orientamento alla creazione di valore e al posizionamento competitivo dell'impresa nel mercato; una struttura finanziaria solida ed equilibrata; una strategia di business chiara, supportata da un piano industriale credibile e trasparente; un'organizzazione manageriale adeguata, capace di comunicare efficientemente con il mercato e di gestire i cambiamenti; infine, avere e fornire un prospetto che specifici la destinazione dei capitali a supporto dei piani di crescita.

### *2.2.4 La procedura di ammissione*

Prima di iniziare il processo di IPO vero e proprio, come indicato anche direttamente dalla pagina dedicata di Borsa Italiana, l'azienda che intende quotarsi dovrà svolgere una serie di attività preliminari dette anche pre-IPO. La fase preparatoria impone all'azienda una profonda attività di autovalutazione. Questo richiede cura da parte della società nel pianificare le attività preparatorie

e permette all'imprenditore di dotarsi di sistemi manageriali evoluti. Solitamente in questa fase la società si fa affiancare da un consulente.

I principali punti di intervento e analisi strategica sono riassunti nella seguente tabella

Tabella 2.1

**Principali punti di intervento e analisi strategica**

| Ambiti | Principali punti di attenzione |
|---|---|
| Strategia | Definizione di strategie di creazione di valore per gli attuali e futuri azionisti |
| Settore e posizionamento competitivo | Analizzare il settore industriale in cui opera la società e il posizionamento competitivo raggiunto |
| Dati finanziari storici | Certificazione dell'ultimo bilancio se presente |
| Dati finanziari prospettici | Predisporre un piano industriale dettagliato |
| Struttura del gruppo | Valutazione del segmento adatto alla società |
| Struttura organizzativa e manageriale | Presentare una squadra manageriale adeguata, capace di garantire la realizzazione dei piani strategici e degli obiettivi presentati |
| Governo societario | Implementare procedure e prassi per una sana e corretta gestione aziendale che sia in grado di tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza e la trasparenza decisionale nei confronti del mercato |
| Equity story | L'Equity story rappresenta la narrazione strategica mediante la quale l'impresa illustra al mercato il proprio modello di business, il vantaggio competitivo e le prospettive di creazione di valore medio-lungo termine |

Fonte: Borsa Italiana

Un passaggio critico è quello che consiste nella selezione dei consulenti e intermediari che affiancheranno l'impresa in quotazione. Al fine di garantire la realizzazione dei piani strategici e degli obiettivi di creazione di valore, che verranno presentati al mercato, è necessaria la presenza nella squadra manageriale della società, di profili con adeguata professionalità ed esperienza.

Professionisti specializzati che godono di adeguata reputazione e condividono i valori della società, sono fondamentali per creare le basi di una operazione di successo.

Per quanto riguarda l'EGM le figure obbligatorie che vanno coinvolte sono:

a) Euronext Growth Advisor: deve obbligatoriamente in questo segmento ricoprire anche il ruolo di *Global Coordinator* in sede di ammissione.
b) L'Advisor Finanziario: Affianca la società nel processo di quotazione, supportando l'imprenditore nelle relazioni con tutti gli altri Advisor, assiste la società nella definizione della struttura dell'offerta, sulla base del fabbisogno finanziario. Verifica la rispondenza dei requisiti formali e sostanziali, controlla la situazione economico-finanziaria dell'azienda e affianca l'imprenditore e il management nella selezione dell'EGA.
c) Società di revisione: in aggiunta all'attività di revisione svolge un *assessment* sui dati di budget ed è tra i soggetti deputati ad effettuare verifiche sul Sistema di controllo di gestione della quotanda.
d) Consulenti legali: assistono la società, i soci e gli intermediari in relazione a tutti gli aspetti di natura legale, contrattualistica e normativa della quotazione.
e) Società di comunicazione: attraverso servizi di media e i*nvestor relations*, gestisce le attività di marketing per garantire visibilità sul mercato alla società quotanda nel periodo che precede l'offerta delle azioni agli investitori.

Finita questa fase preparatoria e dopo aver deciso di quotarsi in borsa c'è l'avvio del processo in senso stretto.

L'iter di ammissione, escludendo le riflessioni strategiche preliminari, è un processo operativo che richiede un tempo tra i 3 e i 5 mesi, permettendo un time to market inferiore rispetto al mercato regolamentato.

Il processo si distingue in tre macro-fasi sequenziali, anche se alcune delle attività vengono svolte in contemporanea.

In fase di preparazione, si definiscono anzitutto le strategie e si predispongono i dati finanziari e i piani industriali con le indicazioni prospettiche dei valori di bilancio e conto economico.

Si formalizza inoltre la nomina dell'Euronext Growth Advisor, si sceglie il consorzio di collocamento e si definisce la struttura dell'offerta.

Una volta definita questa prima parte inizia la fase di *due diligence*. Questa riguarda tutte le attività di acquisizione, verifica e presentazione delle informazioni rilevanti necessarie per far conoscere la società.

I consulenti legali e finanziari insieme all'EGA analizzano e certificano i dati finanziari, commerciali e legali della società per garantire che tutte le informazioni, che verranno poi fornite agli investitori, siano veritiere, accurate e complete.

L'obiettivo della *due diligence* è quello di far convergere due interessi contrapposti: quello della società, che per poter acquistare nuove risorse, deve rendere interessante la sottoscrizione dei propri titoli, e quello degli investitori, istituzionali e retail, che hanno bisogno di valutare il profilo di rischio-rendimento.

Successivamente inizia la stesura del Documento di Ammissione redatto dal management sotto la supervisione dell'EGA, fondamentale per fornire una panoramica completa della società e dell'IPO.

In tale documento sono riportati informazioni relative alle condizioni economico finanziarie della società, alla struttura azionaria e alle performance.

Viene inoltre descritta la posizione rispetto alla concorrenza, il proprio management, gli obiettivi e le strategie con chiara evidenza delle criticità e dei rischi legati all'investimento.

Altre variabili analizzate sono: fornitori, clienti, forza lavoro, eventuali creditori. Tutto questo per fare in modo che gli investitori abbiano più informazioni possibili.

Inoltre, il documento deve precisare i dettagli dell'offerta; successivamente sarà consegnato agli analisti per un'analisi preliminare volta a definire il range valutativo[20].

L'ultima fase che è quella del collocamento e ammissione, sancisce il confronto diretto fra l'azienda e il mercato.

Una volta ricevuto il "nulla-osta" per la quotazione, da parte di Borsa Italiana[21], il management aziendale, supportato dal *Global Coordinator*, ruolo svolto dall'EGA in questo mercato, organizza una serie di eventi denominati "*roadshow*" con gli investitori istituzionali in cui cerca di attrarre interesse divulgando l'opportunità di investimento mostrando il profilo dell'emittente. La presentazione agli investitori istituzionali ha un'importanza cruciale: oltre a promuovere il collocamento dei titoli, risulta essere un mezzo per ottenere informazioni riguardo la disponibilità a pagare degli investitori, andando così a stimare la domanda del mercato.

Mediante la procedura di *bookbuilding*, l'EGA acquisisce le manifestazioni d'interesse da parte degli investitori istituzionali, le quali specificano il numero di azioni desiderate e il prezzo che sono disposti a corrispondere. Sulla base di questo *bookbuilding*, si definisce il prezzo definitivo di collocamento, bilanciando le aspettative di raccolta dell'emittente con le richieste del mercato.

Circa 10 giorni prima dell'emissione dei titoli si presenta la comunicazione di pre-ammissione in Borsa Italiana, funzionale alla negoziazione successiva dei titoli.

---

[20] Il Documento di Ammissione, a differenza del Prospetto Informativo del mercato regolamentato, non è approvato dalla CONSOB ma verificato dall'EGA.

[21] In questo mercato c'è l'eliminazione della parte istruttoria di CONSOB

L'ultima fase immediatamente precedente alla quotazione ha il via con la pubblicazione della domanda di ammissione che va inviata 3 giorni prima dell'ammissione.

Contestualmente all'ammissione alle negoziazioni, la società è tenuta a incaricare formalmente uno *Specialist*[22].

Tale intermediario svolge un ruolo cruciale sul mercato secondario: non solo si impegna a sostenere la liquidità del titolo esponendo continuamente proposte in acquisto e in vendita, ma ha l'obbligo regolamentare di produrre e diffondere almeno due ricerche finanziarie all'anno sull'emittente, favorendone la visibilità.

L'intero iter procedurale conferma come l'Euronext Growth Milan sia strutturalmente concepito per offrire alle PMI una fonte di finanziamento alternativa, flessibile ed efficiente rispetto al canale del credito bancario, bilanciando la necessità di capitale di rischio per la crescita con la trasparenza richiesta dagli investitori.

[22] Operatore specializzato (assimilabile alla figura del market maker) che agisce in qualità di liquidity provider, con lo scopo di mitigare l'illiquidità fisiologica tipica delle PMI e supportare il corretto processo di formazione dei prezzi. La particolarità dello specialist è che si occupa dei titoli di una singola azienda.

Figura 2.1

**Fasi della quotazione nel mercato EGM**




Fonte: Borsa Italiana per le PMI

Nella figura viene riassunto il processo di quotazione delle PMI sul mercato Euronext Growth Milan, illustrando in maniera sintetica le attività svolte nelle varie fasi e le tempistiche richieste.

## 2.3 I costi della quotazione

I costi della quotazione per accedere al mercato EGM possono essere suddivisi in tre categorie: costi fissi, costi variabili e costi di Borsa Italiana.

A differenza del credito bancario i costi legati alla procedura di IPO vengono sostenuti una sola volta nella fase iniziale.

Tuttavia, bisogna precisare che per mantenere lo status di società quotata vanno sostenuti degli oneri per il mantenimento della trasparenza e per le figure di consulenza.

I costi complessivi variano in base al mercato di quotazione; in particolare, quelli sostenuti per quotarsi in EGM sono più bassi rispetto a quelli del mercato principale.

Inoltre, per favorirne l'accesso al mercato la Legge di Bilancio 2025 prevede anche delle agevolazioni.

L'entità dei costi fissi è in funzione della struttura, della dimensione e della complessità della società emittente, e prescinde dall'esito dell'operazione di collocamento.

Essi sono quelli sostenuti nel processo di IPO per tutte le consulenze, da corrispondere all'EGA, all'Advisor Finanziario, alla società di revisione, società di comunicazione e ai consulenti legali e fiscali.

Questi oneri vengono pagati una volta sola e in media, nel mercato EGM si aggirano intorno ai 290.000 euro fino anche ad arrivare ai 500.000 euro. L'entità del costo dipenderà dalla complessità dell'operazione ma anche dal prestigio dei consulenti e advisor scelti.

Per quanto riguarda le commissioni da riconoscere a Borsa Italiana e alla Consob, queste dipendono dalla capitalizzazione della società quotanda e dal mercato di quotazione.

Anche essi possono essere considerati costi fissi e in particolare sul mercato Euronext Milan il corrispettivo di ammissione è pari a 40.000 euro per le imprese con capitalizzazione inferiore o uguale a 1 miliardo di euro, salendo a 100.000 euro se la capitalizzazione dell'impresa è superiore a 1 miliardo di euro.

Sul mercato EGM, l'accesso è agevolato anche da punto di vista economico, difatti le commissioni richieste sono pari a 20.000 euro se la capitalizzazione dell'impresa è minore o uguale a 20 milioni di euro, e pari a 30.000 se la capitalizzazione è superiore ai 20 milioni[23].

Per l'attività di vigilanza sui mercati, il contributo spettante alla Consob per le azioni ed i titoli di capitale ammonta a una quota fissa di euro 3.530 per ogni

[23] Price List, Borsa Italiana, corrispettivi di ammissione e quotazione in vigore dal 1° gennaio 2024

strumento negoziato, con un tetto massimo complessivo per emittente fissato a euro 155.600[24].

I costi variabili si riferiscono al collocamento dei titoli e variano in base all'ammontare raccolto nella fase di IPO.

Essi si dividono in costi variabili di sottoscrizione (o *underwriting commissions*[25]), di gestione e di vendita e vengono corrisposti solo in caso di esito positivo del collocamento.

Le commissioni di sottoscrizione, gestione e vendita sono da corrispondere al *Global Coordinator* per il collocamento dei titoli e vengono calcolati come una percentuale sulla raccolta del capitale, queste possono oscillare tra il 3% e il 6%.

All'aumentare della dimensione dell'emissione azionaria aumentano sia la liquidità del titolo, sia la trasparenza e la credibilità dell'impresa e, di conseguenza, i costi variabili tendono ad aumentare.

Sebbene in valore assoluto questi costi crescano al crescere dell'emissione, all'aumentare delle dimensioni dell'offerta, si registrano solitamente economie di scala che tendono a comprimere l'incidenza percentuale della commissione.

Esiste anche un'ulteriore tipologia di costo che può essere definito "eventuale", in quanto non grava necessariamente su tutte le imprese.

Qualora rimangano delle azioni invendute, o al fine di invogliare i sottoscrittori sostenendo la domanda, l'azienda potrebbe decidere di collocare i titoli ad un prezzo inferiore rispetto al loro reale valore di mercato. Facendo questo l'impresa sostiene un costo figurativo, in quanto non raccoglie la quantità di

[24] Tariffe-anno 2026, Emittenti italiani ed esteri che hanno chiesto o autorizzato le negoziazioni in sistemi multilaterali gestiti da Banche, SIM o da Gestori dei mercati regolamentati italiani, vigilati ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014

[25] Commissione pagata dall'emittente al consorzio di collocamento per il servizio di garanzia sulla sottoscrizione dei titoli eventualmente non collocati in sede di offerta. L'ammontare della commissione è funzione della difficoltà del collocamento e della rischiosità. Borsa Italiana S.p.A

capitale che avrebbe potuto raccogliere collocando le azioni al prezzo di mercato.
I costi post-quotazione, infine, sono gli oneri annuali che l'impresa sostiene per il mantenimento della condizione di società quotata tra cui rientrano i costi per la redazione dei documenti periodici obbligatori, per le attività dell'EGA, e per le attività dello Specialist.

### 2.4 I vantaggi della quotazione

La decisione di intraprendere un percorso di quotazione, pur comportando gli oneri precedentemente analizzati e le responsabilità nei confronti degli investitori e del mercato, in termini di trasparenza, comunicazione e condivisione delle scelte strategiche, offre alle piccole e medie imprese una pluralità di vantaggi che vanno ben oltre la semplice raccolta di capitali.
Dal punto di vista finanziario, l'accesso al mercato dei capitali rappresenta in primo luogo una fonte alternativa di raccolta del capitale.
In un contesto come quello italiano caratterizzato da una forte dipendenza dal credito bancario, la quotazione si configura come un vero e proprio acceleratore di sviluppo che permette di diversificare le fonti di finanziamento.
Attraverso l'emissione di capitale di rischio, l'impresa migliora il proprio livello di capitalizzazione, riequilibrando il rapporto tra i mezzi propri e i mezzi di terzi. Una struttura finanziaria più solida non solo riduce la vulnerabilità dell'azienda nei periodi di stretta creditizia, ma ne migliora anche il merito creditizio, consentendo di negoziare futuri finanziamenti bancari a condizioni decisamente più vantaggiose.
Per questo motivo non bisogna guardare la quotazione come un solo canale di finanziamento ma come un vero e proprio acceleratore di sviluppo.

Le opportunità a cui hanno accesso le società quotate possono trasformarsi in benefici continuativi che ne incrementano lo status, la visibilità e la capacità competitiva.

Tali vantaggi possono essere declinati nelle seguenti macroaree:

a) Riequilibrio finanziario.
b) Miglioramento della percezione e di conseguenza dello *standing* creditizio.
c) Attrazione di risorse qualificate.
d) Facilitare operazioni di M&A.
e) Allineamento degli obiettivi manageriali.
f) Aiutare il passaggio generazionale.
g) Liquidità per gli investitori istituzionali.

In primo luogo, il riequilibrio finanziario; l'apporto di mezzi propri raccolti tramite IPO permette di abbassare l'indice di indebitamento, creando una struttura finanziaria più solida.

In secondo luogo, il miglioramento della percezione e di conseguenza dello standing creditizio. L'adesione ad una rigida regolamentazione, che impone severi adempimenti di trasparenza, consolida il merito creditizio (rating) e il valor oggettivo riconosciuto all'azienda dal mercato. Ciò accresce significativamente il potere negoziale dell'impresa sia nella stipula di contratti che nella richiesta di finanziamenti a condizioni più vantaggiose.

In terzo luogo, la quotazione favorisce l'attrazione di risorse qualificate; la maggiore visibilità e il miglioramento reputazionale dell'azienda facilitano il reclutamento di manager qualificati e personale altamente specializzato in tutta la struttura organizzativa. Allo stesso tempo, questo ritorno di immagine rafforza la posizione contrattuale dell'impresa nei confronti di fornitori, istituzioni e controparti governative.

Un ulteriore vantaggio risiede nella facilitazione delle operazioni di M&A. Sostenere la crescita per linee esterne può risultare un'operazione finanziariamente gravosa per una PMI. La quotazione permette di raccogliere fondi per le acquisizioni tramite l'emissione di nuovo capitale di rischio. Lo *status* di società quotata garantisce inoltre la visibilità e la credibilità istituzionale necessarie per attrarre partner a supporto delle operazioni. Infine, l'azienda può utilizzare i propri titoli quotati come moneta di scambio nelle transazioni, strutturando acquisizioni tramite concambio azionario[26] al fine di limitare l'assorbimento di cassa e il ricorso al credito.

A ciò si aggiunge l'allineamento degli obiettivi manageriali, una volta che l'impresa entra a far parte del mercato borsistico i suoi risultati vengono resi pubblici e di conseguenza anche le performance dei manager. Implementando sistemi di remunerazione incentivante, come ad esempio *stock option*[27], si possono far convergere gli obiettivi dell'impresa con quelli del management. Il problema di questo sistema retributivo è che si deve bilanciare la parte di stipendio fissa con quella variabile dipendente dalle performance in quanto se la percentuale variabile è troppo elevata questo può portare i manager a soffermarsi troppo sugli obiettivi di breve termine senza concentrarsi sulla crescita nel lungo periodo.

---

[26] Rapporto di cambio tra le azioni di una nuova società derivante da una fusione e le azioni delle società che si sono fuse. Il concambio rappresenta il numero di azioni o quote della società derivante da un'operazione di fusione, che i soci di una società che si estingue, a seguito della fusione stessa, ricevono in cambio della loro partecipazione originaria.

[27] Sono strumenti di incentivazione che vengono solitamente concessi ai manager e ai membri del consiglio di amministrazione di un'azienda oppure a dipendenti. Le opzioni concesse sono assimilabili alle opzioni call di tipo americano, poiché concedono il diritto di acquistare i titoli entro un dato intervallo di tempo e a un dato prezzo. Chi riceve l'opzione, generalmente a un prezzo di esercizio pari o inferiore a quello di mercato, ha opportunità di realizzare una plusvalenza se in un momento successivo a quello di assegnazione delle opzioni il prezzo del titolo super quello di esercizio. Hanno l'obiettivo di vincolare una parte del salario all'andamento del titolo sul mercato, stimolando così i dipendenti ad incrementare la propria produttività al fine di migliorare l'efficienza e la redditività.

Altrettanto rilevante è il supporto al passaggio generazionale. La successione rappresenta un momento molto delicato per le PMI italiane, che sono per lo più società familiari caratterizzate da una forte concentrazione proprietaria. Statisticamente, la maggior parte delle imprese familiari non sopravvive alla seconda o terza generazione. La quotazione può favorire questo passaggio. Introducendo le procedure di *corporate governance* necessarie per la quotazione, si riesce a separare la proprietà, in mano alla famiglia fondatrice, dalla gestione operativa. Inoltre, il mercato offre liquidità per permettere l'uscita a tutti i familiari non interessati a continuare l'attività d'impresa.

Infine, la liquidità per gli investitori istituzionali; e PMI quotate solitamente attraggono molto di più investimenti da parte di investitori istituzionali come fondi pensione, assicurazioni e fondi di private equity. Questo perché soprattutto per i fondi è importante avere un mercato liquido per poter vendere in caso di necessità le quote in modo veloce e senza perdere troppo nel caso vengano richiesti dei rimborsi.

### 2.5 Gli incentivi fiscali a supporto dell'EGM

Al fine di consolidare la quotazione come fonte di finanziamento alternativa per le PMI, il legislatore italiano ha implementato una serie di misure fiscali mirate. Tali incentivi intervengono sia sul lato della domanda, stimolando gli investimenti verso l'economia reale, sia sul lato dell'offerta riducendo le barriere all'ingresso per le imprese.

*2.5.1 I piani individuali di risparmio (PIR)*

Il primo e più impattante intervento a favore degli investitori è l'introduzione dei piani individuali di risparmio (d'ora in poi PIR) ordinari[28], istituiti con la Legge di Bilancio 2017.

Si tratta di soluzioni di investimento (assimilabili a fondi comuni di investimento o ETF) dedicate alle persone fisiche residenti in Italia, che consentono di usufruire di uno specifico regime fiscale agevolato che garantisce la totale esenzione dalla tassazione sui redditi di natura finanziaria (interessi, dividendi e *capital gain*, ordinariamente tassati al 26%) e dall'imposta di successione[29].

Tale strumento nasce con il duplice obiettivo di canalizzare il risparmio delle famiglie verso il sostegno diretto dell'economia reale e delle PMI.

Il PIR è essenzialmente un contenitore che, come un fondo comune o un ETF, si può comprare o costituire.

Per usufruire della agevolazione, la normativa impone rigidi vincoli di allocazione.

[28] Esiste anche un'altra forma di PIR chiamata PIR alternativi che prevedono un rischio più elevato e per questo riservati a investitori con un patrimonio relativamente elevato.

[29] L'imposta di successione è una tassa dovuta dagli eredi per i beni e diritti ereditari. Sottoscrivendo un PIR e mantenendo le condizioni richieste dalla normativa il capitale liquidato in caso di decesso del contraente è esente dall'imposta di successione e non rientra nell'asse ereditario.

Tabella 2.2

**Vincoli di allocazione PIR**

| |
|---|
| almeno il 70% del valore complessivo del piano deve essere investito, per almeno 2/3 dell'anno, in strumenti finanziari emessi da imprese Italiane o Europee con stabile presenza in Italia |
| almeno il 25% di questo 70% deve essere investito in strumenti finanziari di imprese non incluse nell'indice FTSE MIB[30] (o equivalente) |
| almeno il 5% di questo 70% deve essere investito in strumenti finanziari di imprese non incluse né nel FTSE MIB né nel FTSE Mid Cap[31] (o equivalenti)[32]. |

Fonte: L'economia per tutti, Banca d'Italia per la cultura finanziaria

Sotto il profilo operativo, sono previsti limiti temporali e quantitativi.

L'investitore deve mantenere l'investimento in PIR per un minimo di 5 anni, pena la decadenza del beneficio fiscale.

La vendita anticipata non comporta la perdita dei benefici se entro 90 giorni l'investitore reinveste il ricavato in strumenti finanziari equivalenti. Per quanto riguarda il limite quantitativo, ciascun investitore può sottoscrivere un solo PIR e non può investire più di 40.000 euro all'anno (con una soglia minima di 500 euro), fino ad un limite complessivo di 200.000 euro[33].

### *2.5.2 Il credito di imposta*

Nonostante la raccolta dei PIR abbia vissuto una fase di forte espansione nel biennio 2017-2018 (oltre 14 miliardi raccolti), seguita da anni di fluttuazioni legati al ciclo economico, questi strumenti si confermano fondamentali.

[30] FTSEB MIB è il principale indice di benchmark dei mercati azionari italiani. L'indice misura la performance di 40 titoli di società italiane di primaria importanza e a liquidità elevata, e ha l'intento di riprodurre le ponderazioni del settore allargato del mercato azionario italiano.

[31] Indice relativo alle 60 azioni più liquide e capitalizzate quotate sui mercati Euronext Milan e Euronext MIV Milan e non incluse nell'indice FTSE MIB.

[32] L'economia per tutti, Banca d'Italia per la cultura finanziaria

[33] Nei PIR alternativi il limite annuo massimo è fissato a 300.000 euro, con un limite massimo di 1,5 milioni di euro.

Un simile flusso di denaro, confluito in così poco tempo nel mercato delle PMI, ha fatto si che il valore degli strumenti di queste aziende crescesse (si è registrato un aumento medio dei prezzi del 40% tra gennaio e ottobre 2017).

In assenza di un aumento delle quotazioni di PMI il rischio concreto di una bolla speculativa sulle società a piccola e media capitalizzazione quotate a Piazza Affari era evidente[34].

Per ovviare al problema vari studi empirici hanno suggerito di stimolare le quotazioni per arrivare ad un numero effettivamente sufficiente di imprese quotate per rimuovere il rischio bolla.

Nel 2018 la Legge di Bilancio ha introdotto così il credito d'imposta per l'ammissione in Borsa, il cosiddetto Bonus IPO.

La misura riconosce all'emittente un credito d'imposta pari al 50% per i costi di consulenza, sostenuti fino al 31 dicembre 2027, finalizzati alla quotazione in Borsa, fino ad un massimo di 500.000 euro.

Per accedere al beneficio, l'azienda deve possedere appunto i requisiti comunitari di piccola e media impresa[35] e dimostrare solidità economico-finanziaria, non rientrando nella categoria di impresa in difficoltà. Inoltre, il bonus riguarda solo i costi fissi sostenuti pre-quotazione

Visto il successo, il Bonus IPO è stato costantemente rinnovato negli anni successivi. L'intervento è stato recentemente stabilizzato dalla Legge di Bilancio 2025, che ha prorogato l'applicabilità dell'agevolazione per tutte le spese di consulenza sostenute fino al 31 dicembre 2027, mantenendo sempre il tetto massimo di 500.000 euro per ogni impresa. Saranno stanziati per l'anno 2025, 6 milioni di euro e 3 milioni di euro per gli anni 2026 e 2027.

---

[34] M. Longo, "*Investire in Pir: come fare, quando conviene ei possibili rischi"*, Il Sole 24 Ore, 9 novembre 2017.

[35] PMI: definizione Europea 2003/361/CE. Si definisce PMI una impresa che ha meno di 250 occupati e, alternativamente, il cui fatturato annuo non supero i 50 milioni di euro, oppure il totale attivo non supera i 43 milioni di euro.

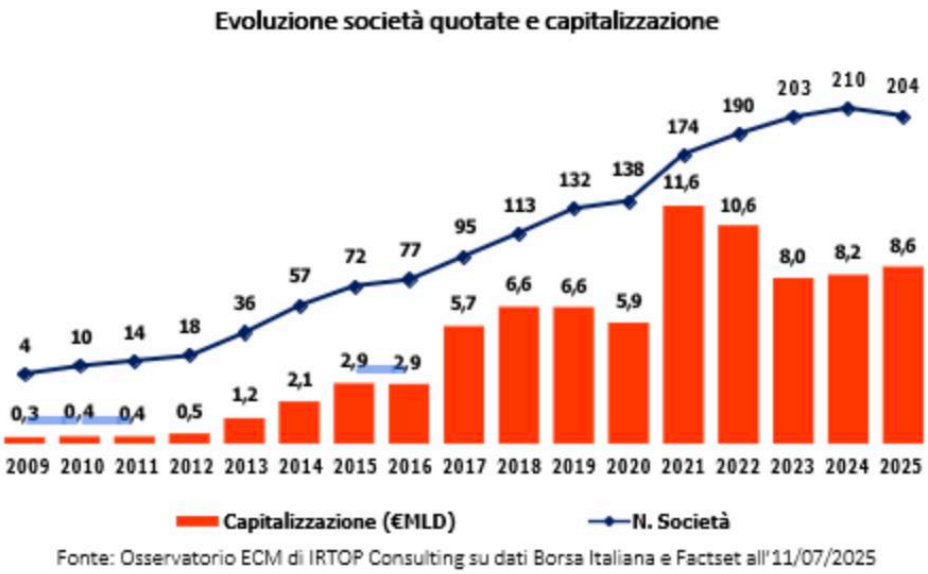
L'effetto combinato di PIR e del credito d'imposta sui costi dell'IPO ha fatto registrare un notevole sviluppo del mercato a partire dal 2017 al 2021 facendo passare la capitalizzazione del mercato EGM da 2,9 miliardi di euro (31 dicembre 2016) a 11,5 miliardi di euro. (31 dicembre 2021).

## 2.6 Evoluzione del mercato EGM

La figura mostra l'andamento storico dell'Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) del numero delle società quotate e della loro capitalizzazione.

Figura 2.2

**Evoluzione del numero di società quotate in EGM e la capitalizzazione di mercato**




Fonte: osservatorio ECM di IRTOP Consulting

Nei primi anni di vita, il listino ha presentato una crescita costante ma contenuta, del tutto normale dato il fatto che si trattava di un nuovo listino. Anche se nel 2016 le società quotate erano 77 la capitalizzazione aggregata era inferiore ai 3 miliardi di euro.

Il vero punto a partire dal quale il mercato segna un grande sviluppo è il 2017 con l'introduzione dei PIR e l'anno successivo, del Bonus IPO.
Questo ha generato una crescita notevole visibile graficamente in cui la capitalizzazione del mercato è quasi raddoppiata nel giro di soli due anni (2016-2018).
L'afflusso di liquidità ha incentivato decine di imprese a quotarsi, portando il numero degli emittenti a 132 nel 2019.
Nonostante una lieve flessione della capitalizzazione registrata nel 2020 a causa della crisi umanitaria della pandemia di COVID-19, il mercato ha mostrato notevole resilienza in termini di nuove emissioni che sono salite a 138.
È tuttavia il 2021 a segnare il record assoluto nel mercato EGM, complici anche le politiche monetarie espansive, il listino ha toccato in quell'anno un massimo storico con 11,6 miliardi di euro di capitalizzazione con 174 società quotate.
A partire dal 2022, il rapido rialzo dei tassi di interesse operato dalle banche centrali per contrastare l'inflazione ha generato una severa correzione al ribasso sui mercati azionari.
Nonostante il numero delle società quotate abbia continuato a crescere, la capitalizzazione è crollata dagli 11,6 miliardi del 2021 agli 8,2 miliardi del 2024.
Questo disallineamento tra il numero di emittenti e capitalizzazione segna una forte contrazione dei multipli di mercato e una sottovalutazione delle PMI.
L'articolo di Matteo Meneghello su Il Sole 24 Ore, quantifica in 28 miliardi di euro la capitalizzazione sottratta a Piazza Affari dall'ondata di delisting di quell'anno, contro un apporto di nuovi capitali da parte delle neo quotate pari a circa un 1 miliardo di euro[36]. L'autore fa anche un approfondimento sulle dinamiche dell'EGM, sottolineando come l'Euronext Growth Milan sia rimasto

[36] M. Meneghello, "*Borsa, la grande fuga da Piazza Affari: così i delisitng pesano 28 miliardi"*, Il Sole 24 Ore, 27 novembre 2024

l'unico motore attivo per le IPO, assorbendo quasi tutta la liquidità delle neo-quotate dell'anno. Trattandosi tuttavia di PMI il loro peso specifico in termini di capitalizzazione non è stato sufficiente a compensare le fughe dal mercato principale. Questo conferma come, da un lato, l'EGM sia un'ancora di salvezza per le piccole e medie imprese, e dall'altro la sua incapacità di attrarre volumi in grado di invertire la rotta in discesa del mercato.

Tale scenario di mercato si è aggravato recentemente, evidenziando un mutamento della struttura.

Solitamente, infatti, si pone l'attenzione solo sulle nuove ammissioni al mercato (IPO), ma se penetriamo più a fondo nell'analisi, il saldo netto tra entrate e uscite restituisce un quadro più realistico della permanenza delle società nel segmento di mercato.

Nel 2025 a fronte di 21 ammissioni, si sono registrate ben 19 revoche dall'Euronext Growth Milan. La questione si è aggravata ancora di più nel 2026, si sono registrate solo 3 nuove ammissioni contro 11 revoche complessive.

Questo ha portato il numero totale delle società quotate sull'EGM a scendere da 211 a fine 2025 fino a 203 alla fine di giugno 2026[37].

In sintesi, sebbene Euronext Growth Milan abbia storicamente dimostrato di poter fungere da acceleratore per la crescita delle PMI, le recenti dinamiche macroeconomiche e il diffuso calo delle valutazioni stanno spingendo molte realtà imprenditoriali a riconsiderare la convenienza del listino pubblico.

Di fronte a questo deflusso dal mercato, unito ai costi di permanenza all'interno della Borsa, le imprese alla ricerca di forme di finanziamento alternative al mercato pubblico si stanno rivolgendo sempre più al mercato dei capitali privati.

[37] Consob, Bollettino Statistico Mercati n. 29, luglio 2026

In questo nuovo contesto, strumenti di finanza alternativa quali il *private equity*, il *venture capital* e il *private debt* si affermano come soluzioni sempre più flessibili e attrattive.

# CAPITOLO 3 Le alternative alla Borsa

## 3.1 Il mutamento di paradigma: l'allontanamento dalla Borsa e le sue cause

Il fenomeno dell'allontanamento dai mercati pubblici da parte delle imprese italiane, anticipato nel capitolo precedente ha ormai assunto una connotazione strutturale. L'accelerazione delle revoche dalle negoziazioni testimonia la chiara preferenza del mantenimento dello status di società privata, preferendo i mercati privati come canale preferenziale per il soddisfacimento dei propri bisogni finanziari.

Basti pensare che, tra il 2003 e il 2024, si sono registrati ben 398 delisting sull'intero mercato azionario nazionale. Questa dinamica si è ulteriormente intensificata di recente come dimostrano i dati del 2025 sono avvenute 29 uscite dal mercato con una perdita di capitalizzazione pari a 2,54 miliardi di euro a fronte di 21 nuove quotazioni con un controvalore totale di 593 milioni di euro. Tale squilibrio innesca un pericoloso circolo vizioso in quanto l'uscita delle aziende pregiudica la liquidità e l'efficienza del mercato stesso, determinando un minore interesse da parte dei fondi e degli investitori internazionali.

Questa dinamica è stata recentemente rappresentata dal "primo Rapporto dell'Osservatori Pmi e Mercato dei Capitali" redatto da Consob e CeTIF pubblicato nel febbraio 2026 su dati del 2025, il quale ha certificato come, nel solo arco temporale tra il 2023 e la prima metà del 2025, l'addio al listino di 86 imprese ha portato via 44 miliardi di capitalizzazione totale. Come analizzato anche nel rapporto[38], le determinanti di questo progressivo allontanamento dai mercati pubblici si possono identificare in quattro problematiche principali. In primo luogo, emerge la sottovalutazione poiché il valore oggettivo riconosciuto dal mercato borsistico risulta spesso inferiore ai prezzi applicati nelle transazioni

[38] Primo Rapporto dell'Osservatori Pmi e Mercato dei Capitali, Osservatorio Consob – CeTIF Università Cattolica. "le motivazioni del delisting".

private. Non a caso, le acquisizioni esterne (spesso tramite OPA-offerte pubbliche di acquisto) rappresentano le cause più frequenti di delisting in Italia, includendo il 35,9 % dei casi totali. Gli acquirenti sfruttano le basse valutazioni per comprare l'azienda per poi decidere di uscire dal mercato pubblico per una serie di motivazioni, tra cui la semplificazione normativa, minori oneri, flessibilità gestionale. Inoltre, in alcuni casi le società ritengono che la capitalizzazione di mercato non rifletta i valori fondamentali della società. A questo si aggiunge l'illiquidità dei titoli, il mercato delle PMI è caratterizzato da volumi di scambio esigui. Questa carenza di liquidità allontana i grandi investitori. Un ulteriore deterrente è rappresentato dagli oneri di *compliance*. La permanenza a listino impone costi fissi ricorrenti e vincoli informativi stringenti; questo carico burocratico incentiva fortemente i *delisting* volontari, che rappresentano il 24% dei casi. In tale ambito rientra il fenomeno del f*orum shopping*, ossia il trasferimento della sede legale in altri stati UE alla ricerca di un ordinamento più favorevole ai gruppi di comando, spesso a carattere familiare. In altri casi il trasferimento deriva dal desiderio di accesso a borse internazionali con requisiti di ammissione meno stringenti e sistemi di governance più flessibili. Parallelamente, per le aziende più piccole, la difficoltà di mantenere standard normativi genera frequenti *delisting* involontari per mancanza di requisiti (causa del 71% dei *delisting* sul listino EGM). A tutto ciò si somma la pressione degli investitori che concentrandosi su orizzonti brevi porta ad una focalizzazione eccessiva sulle performance di breve termine, distogliendo il *management* dalla visione strategica di lungo periodo.

Di fronte a tali criticità, le imprese stanno trovando risposta alla soddisfazione del proprio fabbisogno finanziario nei mercati privati, i quali offrono strumenti di finanza alternativa capaci di adattarsi alle esigenze delle PMI.

### 3.2 Il panorama della finanza alternativa e l'investimento nell'economia reale

A fronte delle criticità del mercato pubblico, le imprese stanno trovando risposte efficaci al proprio fabbisogno finanziario altrove soprattutto nei mercati privati che offrono strumenti capaci di adattarsi alle esigenze delle PMI. All'interno di questo ecosistema si parla di investimenti in economia reale.

Per economia reale si intende quella parte dell'economia collegata alla produzione e alla distribuzione di beni e servizi, quindi le imprese, le merci da esse prodotte, i vari beni connessi alla produzione.

I mercati finanziari forniscono all'economia reale le risorse che verranno utilizzate per gli investimenti e che poi ritorneranno nei mercati finanziari attraverso la restituzione del capitale prestato, interessi o dividendi.

Parlare di economia reale significa parlare di PMI non quotate, supportando in maniera sostanziale il percorso di crescita. Se ci riferiamo in particolare all'Italia dove le PMI sono il motore dell'economia, investendo in queste realtà contribuiamo concretamente allo sviluppo economico del paese e alla creazione di posti di lavoro.

Sino a qualche decennio fa questi investimenti erano riservati alla clientela istituzionale o grandi gruppi e venivano proposti solitamente da fondi esteri e ogni slot di investimento era sempre di svariati centinaia di migliaia di euro se non milioni.

Oggi non è più così infatti negli ultimi anni sono aumentate le offerte ma anche le agevolazioni fiscali e procedurali in modo da aprire anche alla clientela *retail* questo tipo di investimenti, che in precedenza dati gli importi minimi elevati non riusciva ad avere accesso a questo tipo di mercato.

Ad oggi per questo tipo di investimenti non è più necessario un patrimonio finanziario minimo del cliente e la percentuale massima di investimento è dettata

dal questionario MIFID fatto compilare al cliente, in più oggi gli slot minimi di investimento partono da soli 1000 euro.

Possiamo avere varie tipologie di prodotti di investimento che caratterizzano i mercati privati, questi possono essere ordinati per grado di rischio, dal più piccolo al più grande. La scala di rischio investimento va da 1 a 7, dove 1 è rischio minore che rappresenta un profilo molto prudente e 7 è il maggiore, in questa categoria rientrano soggetti con un'alta propensione al rischio e che sono disposti, ma anche in grado di sopportare eventuali perdite ingenti. Troviamo questa scala nei documenti informativi dei prodotti finanziari come quelli previsti dalla normativa Mifid II attiva dal 2018.

### 3.3 Private Debt

Il *Private Debt* rappresenta la forma meno rischiosa tra le alternative previste rivolte all'economia reale in quanto l'oggetto del fondo è quello di concedere prestiti o operazioni di anticipo fatture (strumenti assimilabili al tradizionale canale bancario).

Questo deriva dalla natura stessa del fondo che non acquisisce quote di partecipazione nel capitale sociale dell'impresa, bensì instaura un puro rapporto di credito.

Inoltre, il denaro non sarà destinato ad una sola PMI ma ne saranno finanziate diverse e questo permette di ridurre ulteriormente il rischio dell'operazione.

Poi sulla base delle caratteristiche del prodotto la restituzione del capitale e la corresponsione degli interessi potrà avvenire in un'unica soluzione (detto *bullet*) o diluito negli anni (*amortizing*) previsti dal contratto grazie ai rientri periodici dei finanziamenti concessi.

Dal punto di vista operativo l'operazione si articola su due livelli.

Da un lato, la società che emette un *Private Debt* istituisce un *plafond*[39]di emissione; dall'altro, la società di gestione del risparmio struttura un fondo comune di investimento chiuso, fissando a sua volta un *target* di raccolta.
Il cliente a quel punto decide la cifra che vuole investire per partecipare al fondo. Una volta raggiunto il *plafond* (o anche prima se la società lo ritiene) la SGR inizia ad effettuare le varie operazioni di investimento. Pur non conscendo le singole imprese a cui saranno destinate le somme, il cliente ha la garanzia che la SGR applicherà una strategia per cui diversificando tra le forme di prestito e le PMI, sarà in grado di abbattere il rischio di credito legato al singolo emittente.

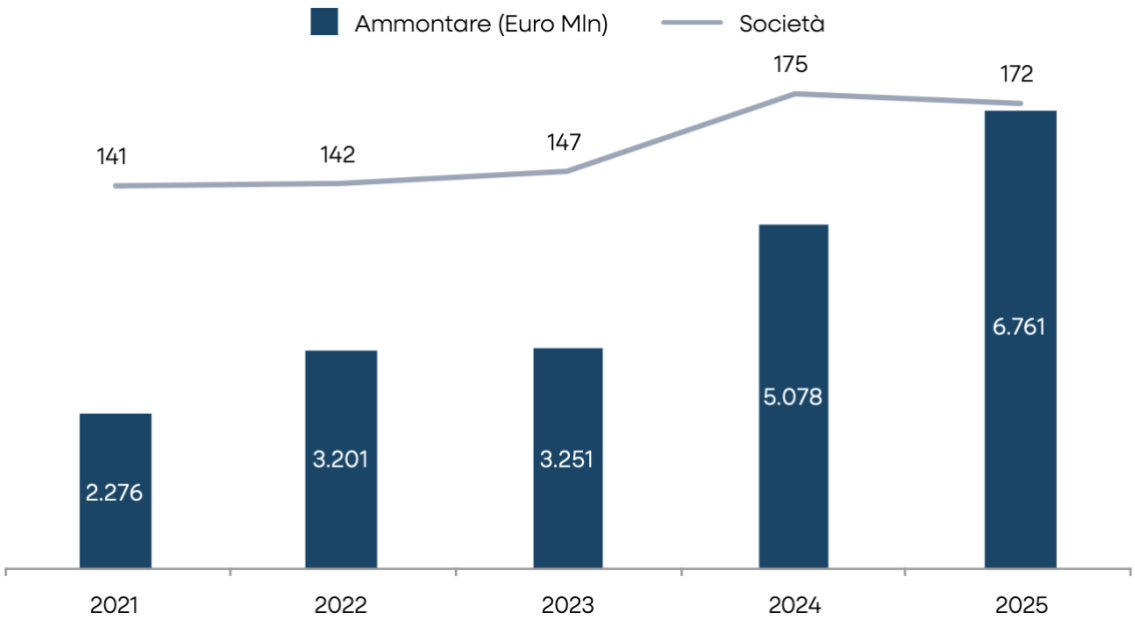
### *3.3.1 Le dimensioni del marcato italiano del Private Debt: i dati di AIFI 2025*

Secondo il più recente rapporto sul mercato del *Private Debt* italiano redatto da AIFI (Associazione Italiana del *Private Equity*, *Venture Capital* e *Private Debt*) in collaborazione con Cassa Depositi e Prestiti (CDP), nel corso del 2025 l'ammontare complessivo investito in Italia ha raggiunto la cifra di 6.761 milioni di euro, registrando una crescita del 33% rispetto all'anno precedente.
Il numero delle società finanziate nel 2025 sono state 172 dato in linea con l'anno precedente (175 società registrate nel 2024).

[39] Per plafond si intende l'ammontare massimo complessivo di debito che l'impresa è autorizzata a contrarre. Questo ammontare viene deliberato dagli organi societari e l'impresa non è tenuta a collocare e incassare l'intero importo.

Figura 3.1

**Ammontare investito e numero di società finanziate**

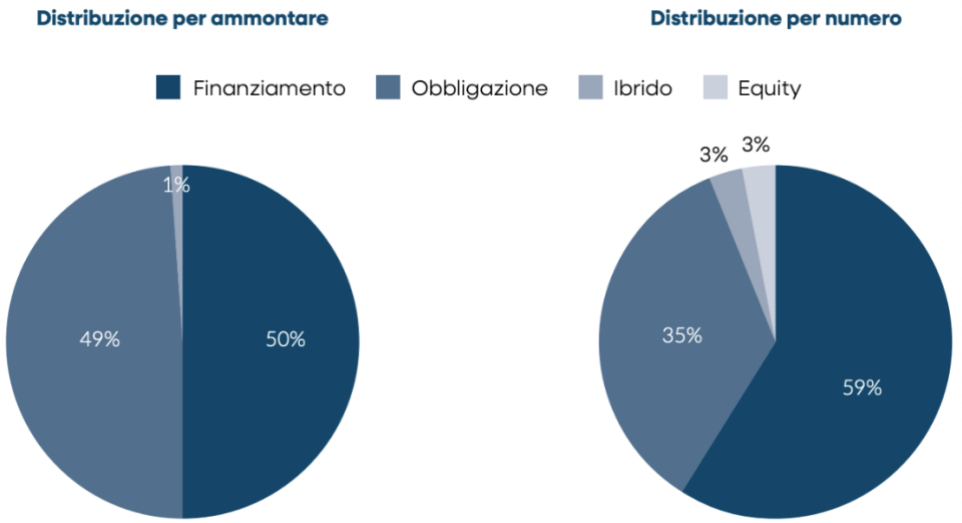



Fonte: AIFI

Per la tipologia di strumento utilizzato, dominano i finanziamenti che si collocano al primo posto sia in termini di peso (50% del totale), sia in termini di numero (59% del totale). Seguono le obbligazioni che rappresentano il 49% dell'ammontare investito e il 35% del numero complessivo di investimenti.

Figura 3.2

**Distribuzione per ammontare e numero delle operazioni**

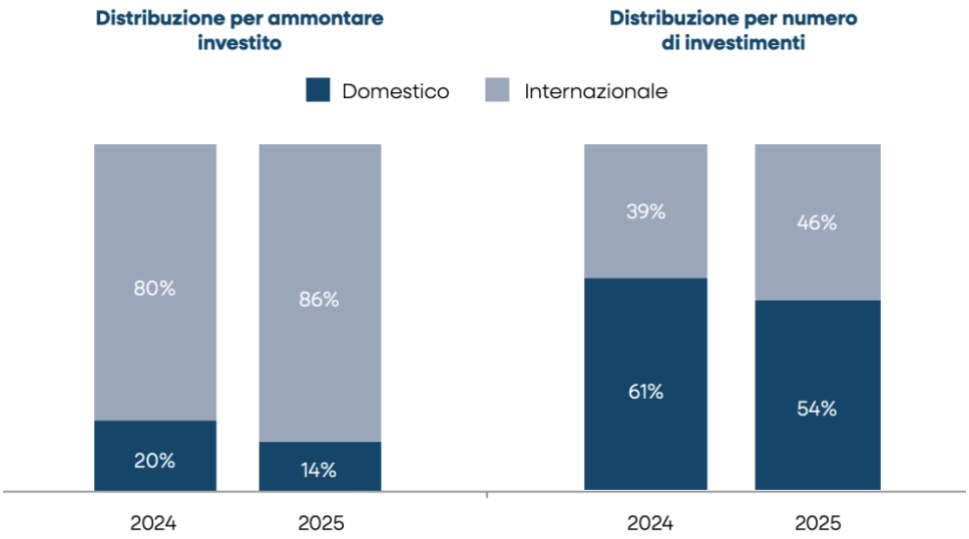



Fonte: AIFI

I soggetti che hanno realizzato almeno un investimento nel corso dell'anno sono stati 52, con un ruolo determinante giocato dai capitali esteri che hanno rappresentato l'86% dell'ammontare investito e il 46% del numero di investimenti. Il peso degli operatori domestici è stato invece pari, rispettivamente, al 14% e al 54%.

Figura 3.3

**Distribuzione per ammontare e numero di investimenti**

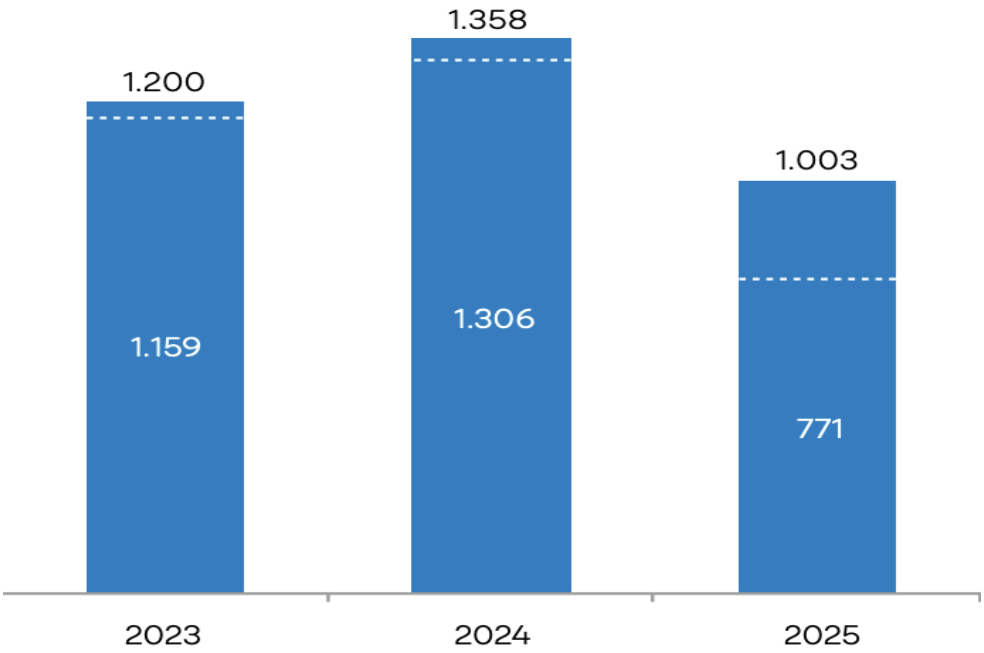



Fonte: AIFI

Il 94% delle imprese finanziate è localizzato in Italia, mentre, mentre in termini di ammontare investito, le imprese italiane hanno rappresentato il 97% del totale. Dal lato della provvista, la raccolta totale ha registrato una flessione raggiungendo la quota di 1.003 milioni di euro, in calo del 26% rispetto al 2024.

Figura 3.4

**Raccolta totale in euro**




Fonte: AIFI

Di tale raccolta sul mercato, il 32,1% è derivato da settore pubblico, seguiti da fondi pensione e casse di previdenza, che hanno contribuito per il 24,7% e dalle banche con il 13,9%.

Questi numeri dimostrano come ormai il *Private Debt* non sia solo una fonte alternativa, ma un vero e proprio pilastro complementare della finanza d'impresa.

Il mercato del *Private Debt* si articola in una pluralità di strumenti finanziari che differiscono per struttura giuridica, orizzonte temporale, grado di rischio e finalità di impiego.

Le imprese possono scegliere tra diverse soluzioni a seconda dell'esigenza di finanziare il capitale circolante, investimenti a medio-lungo termine o operazioni straordinarie.

*3.3.2 I principali strumenti in cui si articola il Private Debt*

Minibond (obbligazioni e titoli di debito per PMI)

I minibond sono prestiti obbligazionari di importo inferiore a 50 milioni di euro introdotti in Italia con l'entrata in vigore del Decreto Sviluppo (D.L. 83/2012) a partire dal 2012 e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012, n. 178 (Decreto Sviluppo Bis), dal D.L. 2013 n. 145 (piano Destinazione Italia) e dal D.L. 24 giugno 2014 n. 91 (Decreto Competitività).

Si tratta di obbligazioni, o nel caso delle società a responsabilità limitata, titoli di debito, che le imprese non quotate possono emettere per raccogliere capitale sul mercato.

Questa tipologia di strumenti è riservata a investitori istituzionali come banche, intermediari finanziari, fondi pensione e società di assicurazione, SGR, fondi di *Private Debt*, società veicolo o SPV.

Questi vengono negoziati, se ammessi, su un MTF gestito da Borsa Italia denominato Euronext Access Milan. L'ultimo report dell'Osservatorio minibond del Politecnico di Milano rileva che nel 2025 le emittenti di minibond sono state 196 (più 13% rispetto al 2024), tra cui 67 sono PMI secondo i criteri dell'Unione Europea.

*Direct Lending*

Il *Direct Lending* consiste nell'erogazione diretta di un finanziamento da parte di un operatore non bancario, a favore di un'impresa in assenza dell'emissione di un titolo obbligazionario sul mercato.

Questo nuovo metodo di finanziamento per imprese è nato in seguito al D.L. 18/2016.

Si tratta di uno strumento di natura contrattuale, bilaterale o sindacata, che si distingue per l'estrema flessibilità. Si caratterizzano per l'estrema flessibilità e

per la presenza di *covenant* (clausole di salvaguardia dell'investitore) meno stringenti.

Questi prestiti possono essere erogati in via diretta tramite piattaforme *Fintech* e finanziati da soggetti privati (*Peer to Peer Lending*) o da investitori istituzionali, attraverso fondi di investimento alternativi (FIA).

Finanza Mezzanina (o *Mezzanine Debt*)

Forma di finanziamento ibrida, che si colloca a livello di struttura del capitale, tra il debito bancario *senior*[40] e il capitale di rischio (equity). Dal punto di vista strutturale è composto da una competente di debito subordinato e da un cosiddetto *equity kicker*, ovvero una componente accessoria che consente agli investitori, che ne vogliono beneficiare, di attuare meccanismi di conversione del credito in capitale azionario o di partecipare alla rivalutazione del capitale della società.

Essendo un debito subordinato i creditori mezzanini vengono rimborsati solo dopo la completa soddisfazione dei creditori privilegiati, ma prima degli azionisti.

La remunerazione dello strumento è composta da un tasso di interesse sul finanziamento che assimila il mezzanino al normale debito bancario e una remunerazione variabile in funzione dei risultati dell'azienda (*equity kicker*) che assimila il mezzanino ad una forma di finanziamento simile all'apporto dei soci

*Venture Debt*

Forma di debito privato rivolta specificamente a StartUp e PMI innovative che si trovano in una fase di forte crescita e che, tipicamente sono già sostenute da capitale di *Venture Capital*.

[40] È un titolo di debito che gode di una priorità assoluta di rimborso, in caso di liquidazione o fallimento, rispetto ad altri strumenti finanziari del medesimo emittente. Essendo il primo ad essere rimborsato gode di un rischio minore e di conseguenza offre tassi di interesse bassi.

La decisione di concedere prestiti valutando soprattutto la forza del modello di business e la solidità degli investitori azionari che la sostengono.
Permette all'azienda di ottenere liquidità extra nel periodo in cui deve sostenere le spese, limitando la diluizione delle quote societarie, che avrebbe invece con un nuovo aumento di capitale.
Il rimborso prevede il pagamento di interessi e di solito i creditori ottengono dei *warrant*, cioè il diritto di acquistare in futuro una piccola percentuale di azioni a un prezzo prefissato.
Cambiali Finanziarie e *Invoice Lending*
Sono strumenti che servono a finanziare il capitale circolante (debiti a breve termine) nati con l'evoluzione normativa e tecnologica del *Private Debt*.
Le Cambiali finanziarie: l'articolo 32 del D.L. Sviluppo 2012, classifica le cambiali finanziarie nel complesso dei valori mobiliari; perciò, la loro emissione e il collocamento presso il pubblico costituiscono a tutti gli effetti un'operazione di sollecitazione del pubblico risparmio. Sono titoli di credito a breve scadenza (da 1 a 36 mesi), emessi per coprire temporanei fabbisogni di cassa. Le cambiali possono essere emesse sia da società quotate, che non quotate su mercati regolamentati o MTF. Sono assimilabili ai *commercial paper* negoziate sui mercati internazionali. Ogni cambiale per legge deve avere un taglio minimo non inferiore a 50 mila euro.
L'Invoice trading (o Invoice financing): erogazione di liquidità a breve termine a fronte della cessione di crediti commerciali, spesso gestita attraverso piattaforme digitali specializzate che agiscono come ponte tra l'impresa cedente e gli investitori. consiste nel cedere fatture commerciali intestate ai propri clienti a un investitore terzo, il quale anticipa l'importo dichiarato nei documenti ceduti al netto della sua remunerazione, concordata in anticipo.

### 3.4 Venture Capital

Il *Venture Capital* (VC) è un'attività di investimento istituzionale in capitale di rischio, dedicato al finanziamento di aziende allo stadio iniziale del proprio ciclo di vita, tipicamente *start-up* o PMI ad alto potenziale di innovazione.

A differenza dei fondi di *Private Debt* analizzati in precedenza, che si sostanziano nella concessione di prestiti e linee di credito a breve termine, l'intervento dei fondi VC non avviene tramite l'erogazione di un prestito.

L'operatore istituzionale in questo caso entra direttamente nella compagine societaria attraverso l'acquisizione di quote di partecipazione nel capitale sociale.

Operando tipicamente attraverso l'istituzione di fondi chiusi di investimento ed entrando in realtà imprenditoriali non ancora consolidate comporta per sua natura un livello di rischio finanziario e operativo estremamente elevato.

Nello scegliere le imprese da andare a finanziare i gestori dei fondi non possono fare affidamento su serie storiche di bilancio o sulla regolarità dei flussi di cassa, in quanto solitamente non ci sono nemmeno.

L'analisi si concentra pertanto sulla validità del modello di business, sulle prospettive di crescita del mercato di riferimento e sulla solidità del progetto, che in molti casi si trova ancora in una fase embrionale o di sviluppo.

Poiché le *start-up* non dispongono di cash flow storici o di garanzie tangibili da offrire a copertura, l'investitore istituzionale accetta consapevolmente un elevato rischio a fronte dell'aspettativa di generare ritorno in conto capitale molto elevati nel lungo periodo.

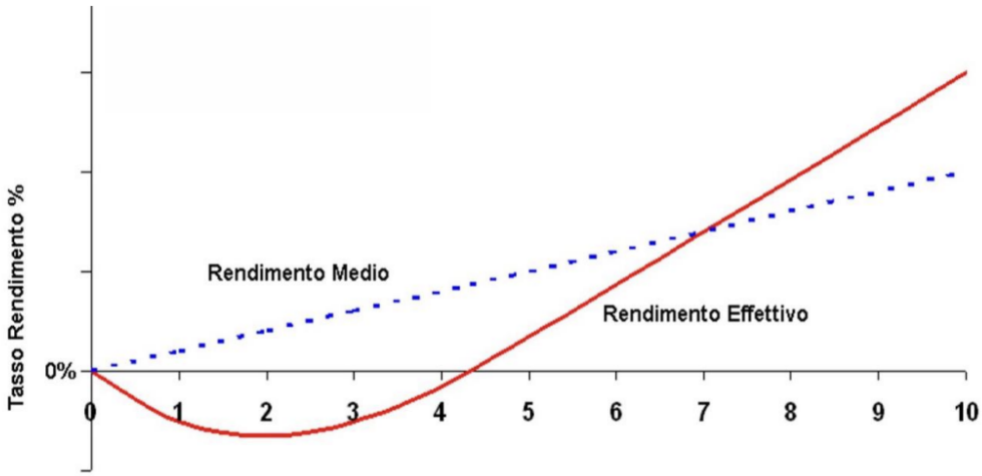
In queste operazioni è prevista nella quasi totalità dei casi la presenza della J-curve. Questa prende il nome dalla forma che crea il rendimento del fondo durante la sua durata e che descrive la tendenza di tali fondi a registrare rendimenti negativi per i primi 2/3 anni. Questa iniziale flessione dipende dai costi di investimento e dalle commissioni di gestione che solitamente sono

maggiormente gravose nei primi anni del fondo; a cui si unisce il rapido fallimento di alcune delle iniziative in portafoglio.

L'investitore dovrà aspettarsi che il fondo cominci a produrre margine in maniera più o meno veloce dopo un periodo di partenza, basandosi sul fatto che il rendimento generato dalla percentuale di aziende "vincitrici" coprirà abbondantemente le perdite di quelli che invece sono fallite.

Figura 3.5

**Rappresentazione J-CURVE**




Fonte: Azimut

L'intervento del VC accompagna l'impresa attraverso stadi di finanziamento incrementali precise, i quali seguono il naturale ciclo di vita e di maturazione della *StartUp*.

Il percorso ha inizio con la fase di *seed stage*, in cui l'impresa si trova ancora in fase di idea, necessitando delle prime risorse per sviluppare ad esempio un prototipo iniziale. I ticket di VC che entrano in questa fase solitamente si aggirano intorno ai 50.000 fino ai 500.000 mila euro. Una volta validata la tecnologia l'impresa si trova in una fase di *early stage* (*series* A), dove i capitali

raccolti sono destinati a incrementare i volumi di produzione e avviare concretamente la commercializzazione.

Successivamente, si entra in *Growth stage* (*series* B, C+). In questa fase avanzata l'impresa ha un modello di business consolidato e richiede capitali ingenti per la crescita e l'espansione verso mercati esteri. L'intero ciclo di vita si chiude con l'*exit* ovvero il momento di disinvestimento in cui il fondo cede la propria partecipazione realizzando un guadagno (o una perdita).

### *3.4.1 Gli incentivi fiscali a supporto dell'innovazione*

Nel caso di prodotti di questo genere destinati a start-up[41] o PMI innovative[42], la legge prevede anche delle detrazioni (per persone fisiche soggette a IRPEF) o delle deduzioni (per le società soggette a IRES).

Per gli investimenti veicolati verso start-up innovative iscritte alla sezione speciale del registro delle imprese l'ordinamento prevede due regimi:

- Incentivo fiscale *de minimis:* l'incentivo prevede una detrazione IRPEF pari al 65% della somma investita con un massimo agevolabile di 100.000 euro annui per ciascun investitore. Condizione essenziale è che

[41] Una start-up innovativa è una società che, dati dei requisiti oggettivi, rispetta almeno 1 dei seguenti 3 requisiti soggettivi ai sensi della normativa di riferimento DL 179/2012, art. 25, comma 2:

- sostiene spese in R&S pari ad almeno il 15% del maggiore valore tra costo e valore totale della produzione;
- impiega personale altamente qualificato (almeno 1/3 dottori di ricerca, dottorandi o ricercatori, oppure almeno 2/3 con laurea magistrale);
- è titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto o titolare di un software registrato.

[42] Una PMI Innovativa è una società che, dati dei requisiti oggettivi, rispetta almeno 2 dei seguenti 3 requisiti soggettivi ai sensi della normativa di riferimento DL 3/2015, art.4:

- ha sostenuto spese in R&S e innovazione pari ad almeno il 3% del maggiore valore tra fatturato e costo della produzione;
- impiega personale altamente qualificato (almeno 1/5 dottori di ricerca, dottorandi o ricercatori, oppure almeno 1/3 con laurea magistrale);
- è titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto o titolare di un software registrato.

la società target sia appunto una start-up innovativa e che abbia ancora spazio per ricevere agevolazioni. Infatti, secondo il Regolamento UE n. 2831/2023 della Commissione Europea del 13 dicembre 2023, la stat-up innovativa non può ottenere aiuti *de minimis* per più di 300.000 euro nell'arco di tre esercizi finanziari.

- Regime ordinario: per le persone fisiche è prevista una detrazione IRPEF del 30% su un investimento massimo di 1.000.000 di euro annui. Per le società di capitali, invece, è riconosciuta una deduzione IRES del 30% su un investimento massimo di 1.800.000 euro per ciascun periodo di imposta.

Per gli investimenti in PMI innovative è previsto solamente un regime ordinario unico per cui si garantisce una detrazione IRPEF del 30% fino a 1.000.000 annui per le persone fisiche e una deduzione IRES del 30% fino a 1.800.000 annui per le persone giuridiche.

Indipendentemente dallo strumento o dal regime selezionato, la normativa impone un limite temporale minimo di permanenza dell'investimento all'interno del portafoglio (holding period). L'investimento che sia diretto o tramite quote di fondo OICR deve essere mantenuto per un periodo minimo di 3 anni. Lo smobilizzo anticipato comporta la perdita dei benefici fiscali e l'obbligo di restituzione dell'importo dedotto o detratto maggiorato degli interessi.

### *3.4.2 Le evidenze empiriche del mercato italiano*

Secondo i dati del "rapporto di ricerca 2025 del Venture Capital Monitor (VeM)", pubblicato nel febbraio 2026 dall'osservatorio LIUC (Università Carlo Cattaneo) e AIFI, l'ecosistema del VC ha registrato un volume di raccolta superiore a quello dell'anno scorso. In totale sono stati raccolti 2,3 miliardi di euro distribuiti in 419 investimenti.

Di questo ammontare raccolto, 1,7 miliardi di euro sono stati utilizzati per finanziare start-up italiane (distribuiti in 385 operazioni) e 600 milioni di euro indirizzati a start-up estere promosse da founder italiani (distribuiti in 34 operazioni)[43].

Figura 3.6

**Numeri del Venture Capital nel mercato italiano a confronto**

**2024 E 2025 A CONFRONTO**

| | Startup italiane | | Startup estere con founder italiani | | Totale | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 |
| Solo VC | 182 | 180 | 23 | 21 | 205 | 201 |
| Sindacato (VC&BA) | 88 | 133 | 7 | 11 | 95 | 144 |
| Solo BA | 102 | 72 | 4 | 2 | 106 | 74 |
| **Numero operazioni totali (initial e follow-on)** | **372** | **385** | **34** | **34** | **406** | **419** |
| Solo VC - mln Euro | 592 | 1.069 | 648 | 324 | 1.240 | 1.393 |
| Sindacato (VC&BA) - mln Euro | 610 | 575 | 67 | 270 | 677 | 845 |
| Solo BA - mln Euro | 47 | 71 | 27 | 3 | 74 | 74 |
| **Ammontare totale investito (initial e follow-on) - mln Euro** | **1.249** | **1.715** | **742** | **597** | **1.991** | **2.312** |

Fonte: Venture Capital Monitor rapporto Italia 2025

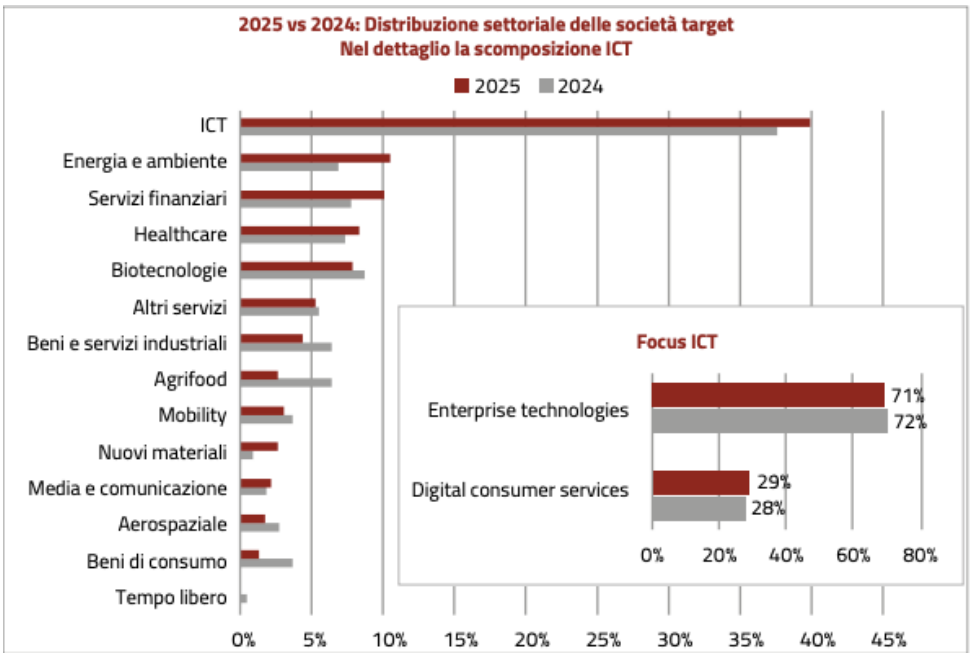
Dal punto di vista dell'allocazione dei capitali, nella fase dell'early-stage le società target si trovano per la maggior parte nel comparto ICT (information and Communication Technology) assorbendo circa il 40% degli investimenti nel 2025 (in ulteriore crescita rispetto al 2024).

[43] Nel dettaglio, limitatamente alle startup italiane, quasi 1,1 miliardi di euro sono riconducibili ad investitori di venture capital, 575 milioni di euro ad investitori formali in collaborazione con Business Angels (VC&BA), mentre i Business Angels operanti senza la cooperazione con i fondi hanno effettuato investimenti per 71 milioni di euro. L'analisi sulle startup estere, invece, evidenzia 324 milioni di euro investiti da soli venture capitalist, 270 in sindacato e 3 da soli investitori informali. "rapporto di ricerca 2025 del Venture Capital Monitor (VeM)"

Se si analizza il macrosettore ICT, si vede come l'interesse dei fondi sia indirizzato verso Enterprise Technologies[44] (che pesano il 71%) mentre il restante 29% verso digital consumer services (servizi digitali per i consumatori). Seguono poi a notevole distanza, i settori legati alla transizione ecologica (Energia e Ambiente) e alla fintech (servizi finanziari) entrami con un'incidenza di circa il 10%.

La figura 3.7

**La distribuzione settoriale delle società target (2024 vs 2025) e un focus sul settore ICT.**




Fonte: Venture Capital Monitor rapporto Italia 2025

Tuttavia, sebbene questa focalizzazione settoriale confermi un'elevata propensione allo sviluppo tecnologico del nostro ecosistema, le fonti istituzionali segnalano ancora un forte ritardo fisiologico rispetto ai principali mercati europei nella successiva fase di scale-up (i round di investimento più

[44] Per Enterprise Technologies si fa riferimento a tutte quelle società che sviluppano hardware, software, reti e sistemi informatici avanzati utilizzati poi da grandi organizzazioni e aziende per la gestione delle proprie attività ma non solo, anche per coordinare reparti e automatizzare processi.

maturi e onerosi). Questo divario strutturale evidenzia l'importanza cruciale di accelerare il collegamento tra i fondi di Venture Capital e il mercato pubblico dei capitali (la Borsa), offrendo così alle PMI innovative uno sbocco fisiologico per raccogliere le ingenti risorse necessarie al definitivo salto dimensionale.

### 3.5 Private Equity

*"Il private equity viene comunemente definito come attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine"*[45].

Come per i fondi di *Venture Capital* descritti nel paragrafo precedente, il *Private Equity* si fonda sull'acquisizione di partecipazioni dirette nel capitale di rischio delle società *target*. Sebbene in questo caso il rischio sia mitigato rispetto alle estreme incertezze tipiche delle *Start-up*, esso rimane comunque elevato per la natura stessa dell'operazione. L'investitore, infatti, non dispone di un controllo continuo e tangibile sull'andamento dell'azienda, venendo a mancare quella rassicurazione che nel *Private Debt* è invece garantita dal monitoraggio dei rimborsi rateali. Anche nel *Private Equity* il ritorno economico non prevede flussi intermedi, ma è legato esclusivamente all'incremento di valore dell'azienda monetizzabile al momento della rivendita delle quote (*capital gain*). Sotto il profilo operativo e istituzionale, la fase di raccolta è disciplinata rigorosamente dalla normativa sui Fondi di Investimento Alternativi (FIA).

Il meccanismo prevede che la Società di Gestione del Risparmio (SGR) definisca *ex-ante* un plafond massimo, ovvero il volume target di capitali necessari per rendere efficiente la strategia di investimento. Durante la fase di *fundraising*

[45] PRIVATE EQUITY E CREAZIONE DEL VALORE. AIFI

(raccolta di capitale), che può protrarsi dai 12 ai 18 mesi, la SGR promuove il fondo presso investitori qualificati[46] (fondi pensione, compagnie assicurative, *Family Office*), i quali decidono la quota di capitale da allocare.

In questa fase entra in gioco la rigida logica del *blind pool*, in quanto per come accade anche per il Private Debt, l'investitore non conosce preventivamente l'esatta destinazione dei propri fondi, ma ha la garanzia che verranno distribuiti su una pluralità di PMI, applicando un principio di diversificazione fondamentale per arginare il rischio dell'intera operazione.

Come delineato dalle Linee Guida operative dell'AIFI, è fondamentale notare che il raggiungimento dell'intero *plafond* non è un prerequisito vincolante per iniziare a operare. I regolamenti dei fondi prevedono solitamente un First Closing (una soglia minima di raccolta garantita) ed una volta raggiunto questo obbiettivo, la SGR è legalmente autorizzata a chiudere la raccolta parziale e ad avviare immediatamente le acquisizioni, proseguendo parallelamente la ricerca dei capitali residui fino al *Final Closing* (la chiusura definitiva).

Questo meccanismo garantisce al fondo la flessibilità necessaria per cogliere tempestivamente le opportunità di mercato senza dover attendere il completamento totale della raccolta.

### *3.5.1 Il Private Equity come partner strategico e l'apporto di competenze*

Se dal lato dell'investitore il fondo rappresenta un complesso prodotto finanziario, dal lato dell'impresa si configura come un vero e proprio partner strategico. A differenza del *Venture Capital*, che finanzia modelli di business spesso ancora da validare, i fondi di PE intervengono tipicamente su aziende già

[46] Sebbene la raccolta istituzionale rappresenti il canale primario, è opportuno segnalare come la recente normativa, come ad esempio l'introduzione dei fondi ELTIF ex Regolamento UE 2015/770 e l'abbassamento delle soglie nei FIA ex D.M. 19/2022, stia progressivamente favorendo l'apertura dei mercati privati anche alla clientela retail.

mature, consolidate e profittevoli, supportandole in delicate fasi di forte espansione dimensionale (*Expansion Capital*), di aggregazione aziendale (*Buyout*) o nella risoluzione di complessi passaggi generazionali (*Replacement*). Rispetto al mercato azionario aperto, in cui il capitale è spesso frammentato tra numerosi azionisti con un atteggiamento passivo, il fondo di *Private Equity* agisce come un socio forte, accentratore e proattivo.

L'immissione di liquidità è infatti solo una componente dell'operazione; un principio fondamentale del private equity è affiancare l'impresa partecipata non sono con risorse finanziare, ma anche con competenze specialistiche, esperienza manageriali e strumenti di pianificazione, per migliorare la performance operativa e rafforzare la competitività nel mercato di riferimento

L'ingresso dell'operatore istituzionale nella *governance* della PMI impone un drastico e spesso necessario cambio di passo gestionale, che permette all'azienda di migliorare e volto a professionalizzarla per prepararla all'ulteriore salto qualità, in vista della futura e inevitabile fase di disinvestimento.

Il processo di creazione di valore generato da un'operazione di private equity si articola attraverso l'azione combinata di tre leve fondamentali.

La prima, nonché la più strutturale, è la leva operativa, che si concretizza nella capacità del fondo di migliorare tangibilmente le performance economico-finanziarie dell'impresa partecipata. L'indicatore base in questo ambito è la crescita dell'EBITDA[47], ottenuta attraverso l'espansione dei ricavi, dovuto allo sviluppo di nuovi mercati, operazioni di acquisizione per aggregare competitor minori, ma anche una rigorosa ottimizzazione dei costi e la digitalizzazione dei processi aziendali.

[47] EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation) è un indice di bilancio ed è uno dei maggiori indicatori di redditività di un'impresa e rappresenta una misura assimilabile al margine operativo lordo. Consente di verificare se la società realizza profitti positivi dalla gestione ordinaria.

A questa si affianca la leva finanziaria, fondata sull'ottimizzazione e sulla gestione della Posizione Finanziaria Netta (PFN)[48]. Durante il periodo di holding[49], un'efficiente gestione della cassa e una severa disciplina finanziaria permettono all'azienda di ridurre il proprio livello di indebitamento; questo processo di riduzione della leva finanziaria[50] si traduce in un diretto incremento del valore netto riconducibile all'azionista al momento dell'uscita.

Infine, la terza leva riguarda l'arbitraggio sui multipli di valutazione, cioè la differenza tra il multiplo EV/EBITDA[51] (Enterprice Value[52] rispetto all'utile operativo lordo) pagato in fase di ingresso e quello ottenuto in sede di uscita. Riuscire a rivendere l'azienda a un multiplo più elevato genera un guadagno aggiuntivo, che non è casuale o puramente speculativo, riconducibile alla rivalutazione del posizionamento strategico dell'impresa. Questo deriva da una profonda riorganizzazione della governance societaria: l'inserimento di manager qualificati, unito all'aumento delle dimensioni aziendali, riduce drasticamente il profilo di rischio percepito dell'impresa, incrementandone la competitività e la trasparenza.

---

[48] La posizione finanziaria netta è un indicatore di bilancio dato dalla differenza tra la somma di liquidità e crediti finanziari da una parte e i debiti finanziari verso le banche o altri finanziatori dall'altra. Può essere calcolato a breve o a lungo termine ed esprime la capacità/incapacità dell'azienda di generare la liquidità sufficiente a coprire le proprie esigenze di gestione e far fronte ai debiti.

[49] Rappresenta il periodo in cui il fondo detiene le quiote o le azioni di un'azienda target in portafoglio, compreso l'acquisizione iniziale e la sua cessione finale.

[50] Per leva finanziaria si intende il rapporto di indebitamento, defino come rapporto tra debiti e mezzi propri (capitale e riserve patrimoniali) di un'impresa.

[51] Rapporto tra il valore di una società (enterprice value) e il margine operativo lordo (EBITDA). Il multiplo mette in relazione il valore complessivo dell'impresa con la sua capacità di generare margini operativi lordi, indica quanto il mercato è disposto a pagare per ogni euro di risultato operativo prima di ammortamenti e oneri finanziari.

[52] L'Enterprice Value (EV) rappresenta la misura del valore di una società. a seconda del livello di indebitamento due sono le modalità di calcolo dell'enterprice value:
a) Nel caso di società indebitate: EV = capitalizzazione di borsa + indebitamento netto;
b) Nel caso di società non indebitate: EV = capitalizzazione di borsa - liquidità netta.
Il valore della società così calcolato rappresenta il prezzo che dovrebbe pagare chi volesse acquisire la società senza debiti.

Tuttavia, le recenti evidenze empiriche del mercato mostrano un mutamento di paradigma. A causa della crescente competizione tra gli operatori e della progressiva maturazione dell'industria del *Private Equity*, l'impatto delle leve puramente finanziarie e dell'arbitraggio sui multipli si sta ridimensionando. Questa tendenza consacra la leva operativa, ovvero il reale supporto industriale e manageriale, come il motore principale e imprescindibile per la valorizzazione dell'impresa contemporanea.

Supporto di tale tesi e per quantificare l'impatto della leva operativa, lo studio condotto da AIFI (in collaborazione con BIP Corporate Finance & Strategy, pubblicato a settembre 2025) sulla creazione di valore nel mercato italiano fornisce chiare evidenze empiriche. L'analisi delle performance storiche su un campione di 64 operazione di disinvestimento effettuate tra il 2019 e il 2024 dimostra, che a seguito dell'ingresso di un fondo le imprese registrino un miglioramento dei fondamentali.

I dati raccolti evidenziano come nel periodo di permanenza del fondo le aziende partecipate riportano un incremento medio dei ricavi che passano da 101 a 163,2 milioni di euro, accompagnato da una crescita della redditività, l'EBITDA medio raddoppia da 13,3 a 25,9 milioni di euro. Questo ha delle ricadute sul livello occupazionale, il numero medio dei dipendenti passa da 716 a 1.092.

Il rapporto certifica come la maggior parte del valore complessivo sia generato da leve puramente operative, mentre l'effetto della leva finanziaria assume un impatto persino negativo (-11%). Questo conferma come l'apporto di conoscenze e competenze dei fondi di private equity si traduca in un'accelerazione industriale.

Figura 3.8

**Analisi di confronto Entry vs Exit**

| Variabile analizzata | Valore all'entry (Media / Mediana) | Valore all'exit (Media / Mediana) |
|---|---|---|
| # Dipendenti | 716 / 165 | 1.092 / 300 |
| Ricavi (€ mln) | 101,0 / 38,4 | 163,2 / 82,2 |
| Ricavi per dipendente (€) | 141.069 / 232.424 | 149.433 / 273.989 |
| EBITDA (€ mln) | 13,3 / 6,3 | 25,9 / 13,7 |
| EBITDA (%) | 16,8% / 15,6% | 18,1% / 17,2% |
| EV/EBITDA | 7,4x / 7,0x | 9,6x / 8,9x |
| PFN (€ mln) | 28,1 / 8,0 | 55,4 / 13,2 |
| PFN / EBITDA | 1,48x / 1,52x | 1,56x / 1,31x |
| EV (€ mln) | 104,7 / 42,4 | 272,5 / 122,8 |
| Equity value (€ mln) | 76,6 / 30,5 | 217,1 / 113,3 |

Fonte: Elaborazione su dati AIFI e BIP Corporate Finance & Strategy

### *3.5.2 Le tipologie di intervento di un fondo Private Equity*

L'ingresso di un fondo private equity non avviene in maniera standard, ma può avvenire in varie fasi della vita di un'impresa.

Tra le tipologie di intervento più diffuse abbiamo quella che si chiama Growth Equity. Questa prevede l'iniezione di nuovo capitale per finanziare una fase di crescita ed espansione, a volte anche per vie esterne. In questo scenario, l'imprenditore affianca il fondo mantenendo spesso la maggioranza delle quote, con l'obbiettivo di condividere un progetto di crescita accelerata.

Un'altra casistica frequente è il replecement capital, un'operazione in cui il fondo di private equity subentra rilevando le quote di soci (spesso di minoranza) non più operativi o disinteressati, come ad esempio membri della famiglia non direttamente coinvolti nella gestione, che desiderano monetizzare la loro quota.

Strumento importante per garantire la stabilità, situazioni di stallo decisionale o facilitare complessi passaggi generazionali. Il fondo in questo caso riorganizza la base azionaria per garantire continuità.

Infine, per le operazioni di maggiore portate e per le aziende più consolidate si ricorre al buyout, che consiste nell'acquisizione della maggioranza assoluta o della totalità dell'impresa ricorrendo, in parte, all'utilizzo della leva finanziaria, prendendo il nome in questo caso di Leverage buyout.

Nonostante i benefici che può portare l'entrata del fondo su più fronti dall'apporto di denaro, dalle conoscenze e dal supporto manageriale, il *private equity* per sua natura presenta un limite che è l'orizzonte temporale.

Essendo strutturati come fondi chiusi, questi hanno una durata contrattuale predeterminata (solitamente di 10 anni, con un periodo di investimento attivo di 3-5 anni per singola società). Il fondo è, per definizione e per sua natura, un socio a termine.

Infatti, una volta raggiunti gli obbiettivi di crescita, il fondo deve cominciare a disinvestire le proprie quote per poter restituire il capitale e distribuire eventuali rendimenti ai propri sottoscrittori. È in questa fase che deve emergere il ruolo della Borsa, la quotazione si dovrebbe configurare come l'evoluzione naturale del percorso segnato dal fondo. Dopo essere stata indirizzata e dotata di strutture manageriali solide, l'impresa è pronta per affrontare il mercato pubblico dei capitali, garantendo al fondo l'exit ottimale con la quotazione.

### *3.5.3 la classificazione dei fondi Private Equity secondo il momento di intervento*

Il percorso delineato che va dalle modalità di intervento fino al disinvestimento è condotto da soggetti altamente specializzati differenti.

Risulta opportuno elencare le varie tipologie di fondi *private equity* così come codificata da AIFI in linea con le direttive della banca d'Italia. La distinzione tra

varie tipologie di fondi viene fatta in base a quale specifico stadio del ciclo di vita dell'impresa il fondo decide di entrare.

La prima categoria è rappresentata dai fondi *early stage* (*Venture Capital*). Come descritto nel paragrafo precedente (3.4), questi si concentrano in via esclusiva nel finanziare le fasi di avvio e sperimentazione delle società target, caratterizzati per questo dal massimo grado di rischio dato che si tratta di business innovativi senza uno storico finanziario.

Andando avanti lungo il ciclo di vita aziendale, troviamo i fondi di *Expansion* (o *Growth Capital*), i quali indirizzano i capitali raccolti verso entità di media grandezza già costituite, profittevoli e con un modello di business consolidato.

L'obbiettivo è colmare il fabbisogno finanziario, di queste realtà con tassi di crescita elevati, necessario per sostenere un salto dimensionale. I capitali vengono tipicamente utilizzati per finanziare l'internazionalizzazione e per incrementare della capacità produttiva o la produzione di nuovi prodotti. Sotto il profilo della governance i fondi *growth capital*, si distinguono per effettuare investimenti di media entità acquisendo partecipazioni di minoranza. Pur non detenendo il controllo, il fondo tutela il suo investimento esigendo l'inserimento di patti parasociali, che gli garantiscono la partecipazione e una rappresentanza attiva nel consiglio di amministrazione.

Un segmento più complesso è rappresentato dai fondi di *Buyout*. Questi fondi hanno l'obbiettivo di investire in imprese mature, caratterizzate da una *leadership* consolidata nel settore e da flussi di cassa operativi stabili. Il fondo, in questo caso, opera acquisendo la maggioranza assoluta o la totalità del capitale sociale, con l'obbiettivo di agire sull'assetto proprietario. In genere per fare questo viene impiegata la leva finanziaria, da cui il nome *leverage buyout*. L'acquisizione, che richiede molti capitali, viene finanziata in gran parte tramite

capitale di debito, il cui rimborso è garantito dai flussi di cassa stabili generati dalla società *target*.

All'interno dei fondi *buyout* possiamo distinguere varie declinazioni quando nell'operazione viene coinvolto il management. Si parla di *Management buyout* quando il fondo acquisisce il controllo della società in collaborazione con il *management* promovendoli a co-imprenditori per sfruttare la loro conoscenza dell'impresa *target* e ridurre le asimmetrie informative. Si parla invece, di *Management buyin* quando il fondo considera nel management della società non adeguato e decide così di sostituirlo con professionisti scelti direttamente da lui.

Infine, troviamo i fondi di turnaround. Questi fondi si caratterizzano per investire in realtà che stanno vivendo uno stato di declino, crisi finanziaria o grave inefficienza gestionale, ma che possiedono ancora asset strategici validi in quanto per esempio possiedono brand riconosciuti, brevetti o quote di mercato importanti. Il profilo di rischio in questo caso è altissimo e richiede specifiche competenze manageriali e legali del fondo. L'operatività qui non si concentra nello sviluppo e la crescita dell'impresa, ma si concentra sulla gestione di procedure concorsuali o accordi di ristrutturazione del debito. Il tutto deve essere poi affiancato con l'iniezione di nuovo capitali e figure manageriali specializzate nella gestione di crisi. L'obbiettivo è il risanamento del modello di business e ripristino della società, per poi procedere al disinvestimento con l'intento di realizzare plusvalenze elevate che giustifichino il rischio.

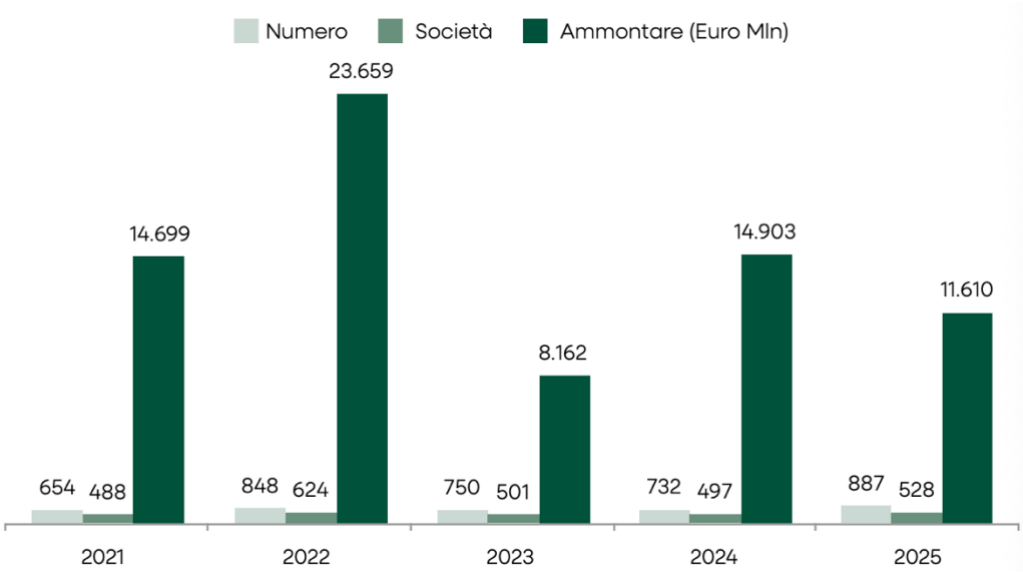
### *3.5.4 le dimensioni del mercato italiano del Private Equity*

L'ultimo rapporto sul mercato italiano del *Private Equity* e *Venture Capital* curato da AIFI in collaborazione con PwC mostra che nel 2025 si è registrato un totale di 887 operazioni. Tali investimenti distribuiti su 528 società, segnano una crescita del 21% in termini di numero di azioni rispetto all'anno precedente. Il

totale dell'ammontare investito ha raggiunto la cifra di 11.610 milioni di euro (in calo rispetto ai 14.903 milioni di euro dell'anno precedente).

Figura 3.9

**Evoluzione dell'attività di investimento**

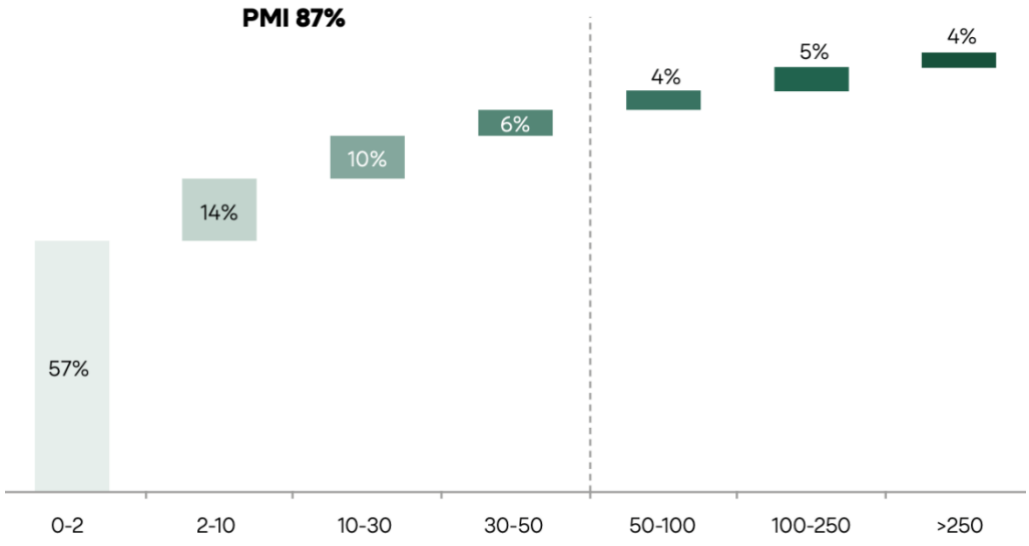



Fonte: AIFI

I dati vanno a confermare il fatto che il *private Equity* sia diventato ormai una delle fonti principali di finanziamento delle PMI. Le aziende target di piccole e medie dimensioni (con un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro) hanno rappresentato l'87% del numero complessivo delle operazioni.

Figura 3.10

**Distribuzione % del numero di investimenti per classi di fatturato, in milioni di euro, delle aziende target**




Fonte: AIFI

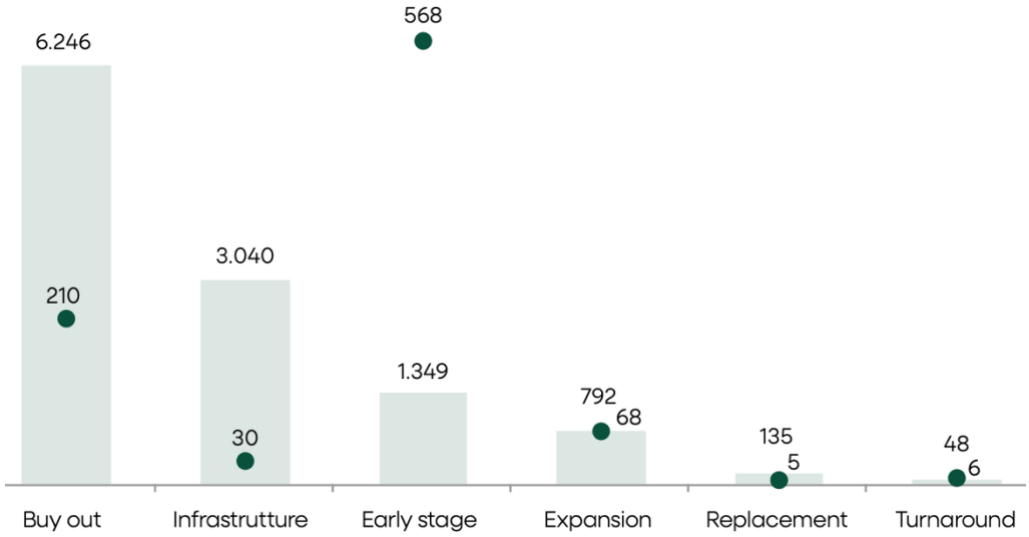
Entrando più nel dettaglio, con riferimento alla tipologia di operazioni realizzate l'*early stage* si posiziona al primo posto, in termini di numero con 568 investimenti realizzati, seguito dal buyout con 210 e infine 68 sono stati le operazioni di *expansion*.

Se facciamo invece riferimento all'ammontare, le operazioni di buyout si confermano il motore primario dell'industria con 6.246 milioni di euro raccolti nel 2025, che rappresentano il 54% dei capitali complessivamente investiti. Questi seguiti dalle infrastrutture[53] con 3.040 milioni di euro e dal segmento early stage con 1.349 milioni di euro.

[53] Si tratta di fondi che focalizzano l'attività di investimento in infrastrutture come reti di telecomunicazione, infrastrutture di trasporto e impianti legati alla transizione ecologica ed energetica. Questi si discostano dalla classifica di fondi private equity tradizionale in quando non investono per far screscere una PMI, ma per gestire opere pubbliche. AIFI li include comunque nella loro raccolta statistica data la loro importanza nella raccolta di capitale. La particolarità di questi fondi è che operano con orizzonti temporali più lunghi e sono caratterizzati da profili di rischio più contenuti dovuti dal fatto i flussi di cassa sono stabili e prevedibili nel

Figura 5.11

**Distribuzione degli investimenti 2025 per tipologia. Ammontare in milioni di euro**




Fonte: AIFI

Per quanto riguarda i dati relativi alle operazioni di disinvestimento, nel 2025 queste sono state 184 con un incremento del 17% rispetto a quelle relative al 2024 (che sono state 157), per un controvalore al costo storico d'acquisto pari a 4.661 milioni di euro.

*3.5.5 modalità di disinvestimento (Exit)*

Il disinvestimento (*Exit*) rappresenta la fase finale del ciclo di investimento dei fondi di *Private Equity*. Questo è il momento per il fondo di vendere le proprie partecipazioni, nelle società *target*, per monetizzare il valore generato in modo da poterlo distribuire ai propri sottoscrittori. I fondi non hanno a disposizione un'unica modalità d'uscita, bensì una serie di scelte.

lungo periodo. Questo fa si che siano preferiti da grandi investitori istituzionali come casse di previdenza e compagnie assicurative.

La decisione relativa alla via d'uscita da intraprendere non è casuale, ma deriva da un'analisi delle variabili macroeconomiche, dimensionali e di costo.
In particolare, la scelta tra una cessione privata e il mercato dei capitali è condizionata dalla struttura finanziaria dell'impresa e dalle condizioni di mercato. Sulla base di questo, la letteratura accademica internazionale individua diverse modalità di uscita dall'investimento, tra questi uno dei più importanti è il lavoro di Cumming, D.J. & MacIntosh, J.G.[54].
La prima tipologia di *exit* a disposizione del fondo è la *Trade Sale*. Si tratta, in questo caso, della cessione della partecipazione ad un acquirente di natura industriale, il quale è interessato all'acquisto per ragioni strategiche (come, ad esempio, l'espansione del mercato di riferimento, l'acquisizione di brevetti o tecnologie o l'ampliamento dell'offerta di prodotto e servizi). Questa opzione è particolarmente apprezzata in quanto il *buyer* è disposto a riconoscere un prezzo più alto pur di acquisire le quote che gli porteranno un guadagno dal punto di vista strategico.
Una seconda opzione, che ormai ha un ruolo consolidato all'interno delle strategie di disinvestimento, è il *secondary buyout*. Questa forma di *exit* consiste nella vendita delle quote ad un altro fondo *private equity*. Spesso avviene che un fondo giunto al termine del proprio orizzonte di investimento, ceda l'azienda ad un veicolo di investimento di dimensioni maggiori che individua nella società ulteriori possibilità di creazione di valore e crescita. Il fondo uscente realizza quindi l'investimento, mentre quello entrante guiderà l'impresa verso una nuova fase di sviluppo che potrà culminare in un'ulteriore cessione o nella quotazione.
Tra le modalità di uscita, meno frequenti troviamo il *buyback*, cioè il riacquisto delle quote, detenute dal fondo, da parte dei soci fondatori o da parte della

[54] Cumming, D.j., & MacIntosh, J.G. (2003). "A cross-country comparison of full and partial venture capital exits". Journal of Banking & Finance, pp. 511-548.

famiglia imprenditoriale che vogliono riprendere il controllo esclusivo dell'azienda. Tale fattispecie si verifica solitamente quando le alternative tradizionali quali il trade sale o la quotazione, non sono praticabili economicamente o la società non ha raggiunto le dimensioni critiche per affrontarle.

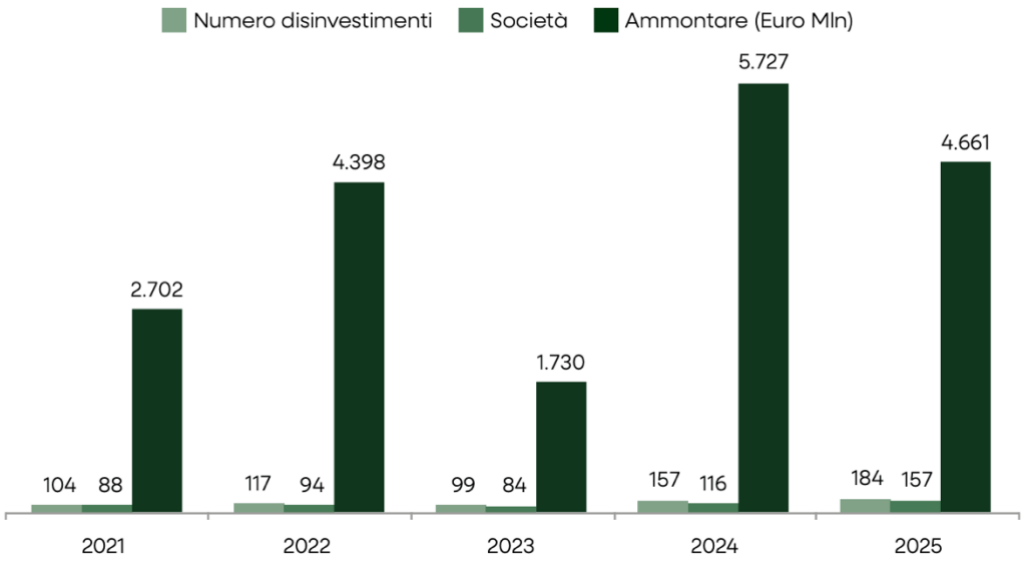
Dall'altro lato, a testimonianza del grado di rischio delle operazioni di questo tipo nel capitale di rischio, si colloca il *write off*, cioè la liquidazione. Si tratta dell'opzione meno desiderata ovviamente dal fondo che consiste nella svalutazione o nell'azzeramento della partecipazione in bilancio a seguito del dissesto irreversibile o della liquidazione della società target, con la conseguente perdita definitiva del capitale investito. Starà a fondo cercare di compensarla con un utilizzo attento del patrimonio residuo.

Infine, vi è la quotazione in Borsa tramite *Initial Public Off*ering (IPO). Strategia molto popolare tra i fondi di *Private Equity* espressione della massima trasparenza e maturità aziendale. Si tratta della via d'uscita più complessa ma prestigiosa. Attraverso il collocamento delle azioni sul mercato dei capitali, l'impresa non garantisce solo al fondo la monetizzazione della propria partecipazione, ma contestualmente raccoglie nuovi capitali che gli permetteranno di finanziare il proprio sviluppo. Inoltre, questo impone all'azienda l'adozione di standard rigidi di governance e trasparenza che migliorano la sua immagine agli occhi degli investitori.

Per quanto riguarda i dati relativi alle operazioni di disinvestimento, nel 2025 queste sono state 184 con un incremento del 17% rispetto a quelle relative al 2024 (che sono state 157), per un controvalore al costo storico d'acquisto pari a 4.661 milioni di euro.

Figura 3.12

**Evoluzione dell'attività di disinvestimento**



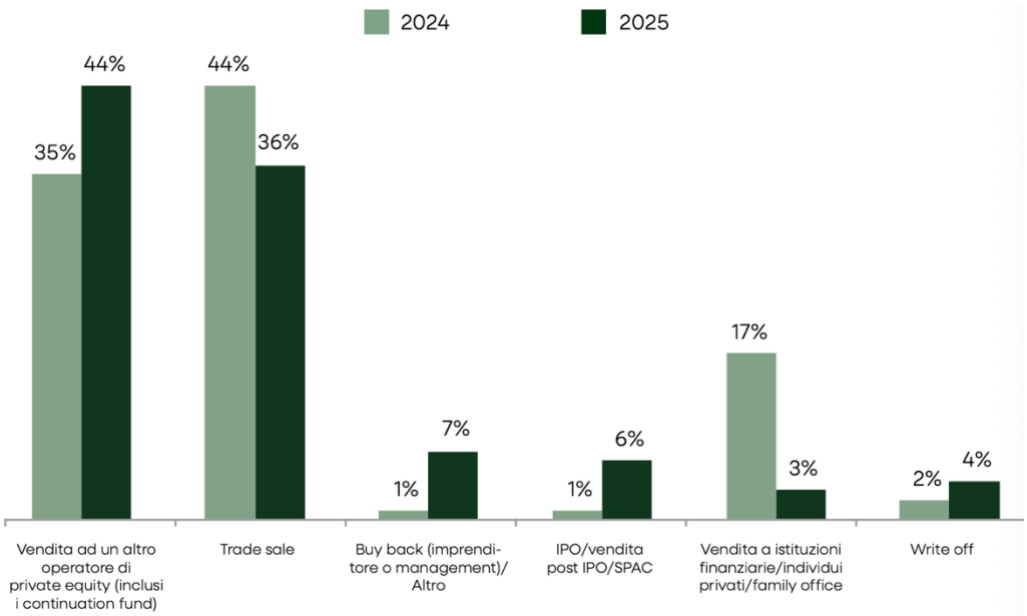

Fonte: AIFI

Se ci riferiamo alle modalità di disinvestimento, in termini ammontare la vendita ad un altro operatore di private equity rappresenta la via preferita (incidenza del 44%), in termini numerici invece, la tipologia più frequente è la *trade sale*[55] che ha totalizzato 69 operazioni (37% del totale).

[55] Per trade sale si intende la modalità di disinvestimento, attraverso la quale la partecipazione detenuta dall'investitore nel capitale di rischio viene ceduta ad un acquirente industriale, determinato all'acquisto in virtù di una motivazione strategica (AIFI).

Figura 3.13

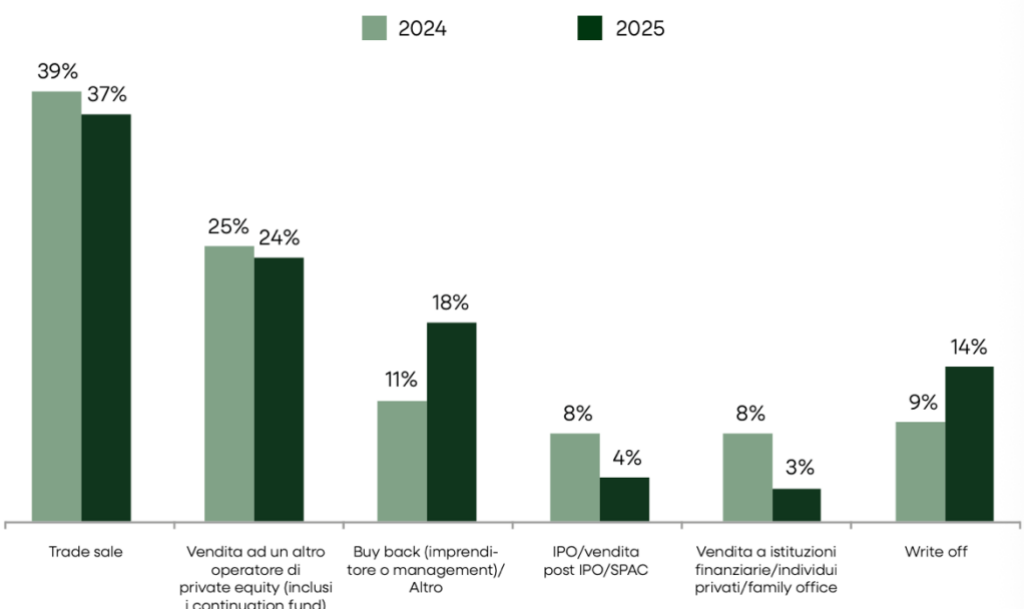
**Evoluzione della distribuzione % dell'ammontare disinvestito per tipologia**




Fonte AIFI

Figura 3.14

**Evoluzione della distribuzione % del numero di disinvestimenti per tipologia**




Fonte: AIFI

Di contro, le operazioni di *exit* verso la Borsa rappresentano solamente il 6% dell'ammontare disinvestito.

La limitata uscita verso la Borsa deriva anche da dinamiche operative dei fondi. Il processo di IPO è lungo e maggiormente esposto alla volatilità dei mercati rispetto alla trattazione privata. Inoltre, la quotazione impone solitamente ai fondi il cosiddetto periodo di lock up[56], un vincolo contrattuale che impedisce di vendere le proprie quote nei mesi immediatamente successivi allo sbarco in Borsa. Questo comporta un ritardo nella monetizzazione dell'investimento e mantiene il fondo esposto al rischio legato all'andamento del titolo.

Al contrario, una cessione privata permette al gestore di incassare immediatamente la liquidità.

A rafforzare la preferenza per le vie private è poi la recente diffusione di strumenti come i *Continuation Fund*. Si tratta di veicoli di investimento costituiti dal gestore per trasferirvi le partecipazioni aziendali più promettenti giunte a scadenza nel fondo originario. Questo meccanismo permette di prolungare la gestione degli asset migliori e liquidare gli investitori che desiderano uscire.

È qui che dovrebbe inserirsi l'Euronext Growth Milan, concepito per mitigare gli ostacoli del listino principale, caratterizzato appunto da requisiti di accesso più snelli per limitare i tempi. Tuttavia, anche se semplificati il processo per la quotazione rimane comunque un percorso più impegnativo; questo aggiunto ai vincoli e scadenze temporali del fondo, il mercato privato rimane la scelta migliore per i fondi.

[56] Il lock up è un accordo contrattuale mediante il quale i soci storici di un'emittente (inclusi i fondi di private equity investitori) si impegnano nei confronti del consorzio di collocamento a non vendere le proprie azioni per un periodo prestabilito (tipicamente dai 6 ai 12 mesi) successivo all'IPO. Tale clausola è un requisito richiesto dalla prassi di mercato per garantire stabilità ai prezzi, evitando un eccesso di offerta nei primi mesi di negoziazione. Borsa Italiana, Glossario Finanziario.

Questo è il prodotto completamente diverso da tutti gli altri in quanto qui il cliente sa perfettamente a chi si rivolge l'investimento in quanto l'operazione viene proposta sia come importo sia come PMI da finanziare (sia come debito che come equity).

Va da sé che in questo caso il livello di rischio è massimo in quanto non esiste il frazionamento del rischio caratteristico delle precedenti tipologie; per contro le previsioni di performance sono normalmente molto più elevate.

Il client che sottoscrive quote di questo prodotto entra in un club di investitori.

### 3.6 I Club Deal

Per rispondere alla crescente necessità di flessibilità e superare la rigidità dei canali di finanziamento istituzionali, il mercato del private capital ha visto la progressiva affermazione di un ulteriore modello di intervento chiamato club deal.

Il Club Deal è definito come un accordo o un sindacato di coinvestimento attraverso il quale un gruppo ristretto e selezionato di investitori (tipicamente imprenditori, investitori istituzionali, *Family Office*[57], *High Net Worth Individuals*[58] e *Holding* di partecipazione[59]) aggrega i propri capitali per

[57] I *Family Office* sono strutture specializzate nella consulenza e nella gestione del patrimonio di una o più famiglie con un elevato patrimonio netto. Il loro obbiettivo è la conservazione, la crescita e la trasmissione del patrimonio attraverso investimenti finanziari, immobiliari e partecipazioni aziendali.

[58] *High Net Worth Individuals* o HNWI è l'espressione utilizzata per identificare investitori privati dotati di un'elevata disponibilità economica. Secondo la classificazione standard utilizzata anche da *world wealth report* di Capgemini rientrano in questa categoria gli individui che possiedono un patrimonio netto investibile superiore a 1 milione di dollari, esclusi la residenza principale, i beni da collezione e i beni di consumo.

[59] Holding di partecipazione: società il cui oggetto sociale principale o esclusivo consiste nell'assunzione e nella gestione temporaneo o duratura di partecipazioni azionarie o quote in altre imprese

finanziare direttamente l'acquisizione o lo sviluppo di una specifica società target.

Questa formula permette di convogliare risorse ingenti verso le PMI, presentandosi come uno strumento flessibile e altamente personalizzato per supportare la crescita aziendale, i passaggi generazionali o i processi di aggregazione industriale, superando le logiche di standardizzazione proprie dei mercati tradizionali.

### *3.6.1 Come funzionano e quali sono le differenze con i fondi*

Dal punto di vista operativo, la strutturazione e il coordinamento di un *Club Deal* sono delegati a un soggetto promotore specializzato, solitamente chiamato *Lead Investor*.

Questa figura professionale, che può essere una società di consulenza o una *boutique* finanziaria[60], ha il compito di individuare la società *target* e di condurre una rigorosa *Due Diligence*, analizzando la situazione finanziaria, legale e industriale dell'impresa. Una volta analizzato il *Business Plan*, la valorizzazione aziendale e il fabbisogno di capitale, il promotore presenta l'opportunità alla propria rete di investitori. Per convogliare le risorse finanziarie raccolte verso la società selezionata, la prassi operativa prevede la costituzione di una SPV (*Special Purpose Vehicle*), ossia una società veicolo creata ad *hoc* il cui unico scopo è detenere la partecipazione nell'impresa *target*[61]. A garanzia dell'operazione solitamente il *Lead Investor* partecipa con i propri capitali

[60] Una boutique finanziaria è una società di consulenza di piccole o medie dimensioni che offre servizi finanziari altamente specializzati e su misura per imprese, imprenditori o grandi patrimoni.

[61] Nel contesto finanziario, una società veicolo è una società neocostituita, giuridicamente e contabilmente indipendente, il cui oggetto sociale esclusivo è circoscritto alla realizzazione di una singola e specifica operazione finanziaria cioè la raccolta di capitali e l'acquisizione della società target in questo caso.

all'operazione, garantendo un forte allineamento con gli interessi degli altri investitori. È proprio in questa fase che si nota la vera peculiarità dei Club Deal e il loro modo differente di operare rispetto ai vari fondi chiusi. L'approccio all'investimento qui è *deal by deal*, questo significa che il capitale viene vincolato ad una singola operazione e solo dopo che l'investitore ha valutato l'azienda e accettato il livello di rischio.

Confrontando questo modello con quello dei normali fondi chiusi private equity vengono fuori differenze sostanziali.

La prima fondamentale differenza, oltre al focus esclusivo su un'unica società *target*, riguarda il livello di trasparenza allocativa. I fondi tradizionali operano attraverso un meccanismo di *blind pool*, in cui i sottoscrittori delegano alla società di gestione del risparmio la scelta delle aziende in cui investire. Nel *Club Deal*, al contrario, la società *target* è nota dall'inizio agli investitori che mantengono fin da subito il diritto di aderire o meno alla singola iniziativa.

Tale impostazione si riflette anche sulla struttura dei costi. I fondi impongono commissioni di gestione annue necessarie per coprire i costi fissi della SGR per l'intera durata del veicolo d'investimento, alle quali si somma la commissione di performance legata ai rendimenti complessivi. I *Club Deal*, invece, applicano commissioni prevalentemente legate all'effettiva strutturazione dell'operazione ed eventualmente al successo della stessa al momento dell'*Exit*, non necessitando del mantenimento di una struttura di gestione permanente. Questo permette un abbattimento dei costi fissi che gravano sui rendimenti dei sottoscrittori.

Un'ulteriore differenza cruciale riguarda l'orizzonte temporale e le logiche di disinvestimento. Mentre i fondi di *Private Equity* presentano una durata statutaria che va rispettata (solitamente di dieci anni) che obbliga la SGR a liquidare le partecipazioni entro la scadenza, i *Club Deal* si configurano per la

loro natura come un veicolo di capitale paziente. Sono così svincolati da scadenze di mandato e gli investitori possono decidere di prolungare l'orizzonte temporale per assecondare i reali tempi di maturazione industriale della PMI, attendendo una finestra di uscita ottimale, con lo scopo di massimizzare la creazione di valore dell'investimento.

Infine, il modello impatta molto sulla governance e sul potere decisionale. Nei fondi chiusi la gestione delle partecipate è interamente deleta alla SGR, relegando agli investitori un ruolo passivo. Nei club deal, invece, gli investitori assumono frequentemente un ruolo attivo all'interno dell'impresa. Essi mettono a disposizione dell'impresa non solo capitali, ma anche le proprie conoscenze e le proprie competenze manageriali, potendo esprimersi nel consiglio di amministrazione o concordando specifici diritti di veto sulle operazioni strategiche rilevanti, in base a come viene strutturato l'accordo.

### *3.6.2 il mercato italiano dei Club Deal*

L'ecosistema economico italiano caratterizzato da PMI, soprattutto possedute da una sola famiglia, spesso reticente ad aprire il proprio capitale a grandi fondi di *Private Equity* ha fatto si che i club deal si sviluppassero più facilmente.

Questo peculiare strumento di investimento si sta affermando come l'opzione privilegiata da quegli investitori privati, spesso a loro volta imprenditori, alla ricerca di realtà affini alla propria da supportare finanziariamente[62]. Parallelamente, dal lato della compagine sociale, l'apporto di capitali da parte di *family office* o HNWI viene accolto come un'alleanza strategica fondata su una visione condivisa.

Dal punto di vista operativo, l'industria italiana dei club deal si posiziona strategicamente nel *lower mid market*, con *ticket* di investimento che variano tra

[62] Milano finanza, Club Deal: imprenditori che investono in aziende ad alto potenziale.

i 5 e i 30 milioni di euro. Questa specifica fascia dimensionale risulta trascurata dai grandi fondi chiusi, i quali solitamente per ammortizzare elevati costi fissi si concentrano più su imprese di dimensioni superiori. I club deal così colmano un vuoto d'offerta per sostenere processi di crescita e strategie di acquisizione.
I club deal, inoltre, assumono sempre più frequentemente la funzione di incubatore di pre IPO, affiancando la PMI nel perfezionamento societario e manageriale fino al raggiungimento dei requisiti di trasparenza necessari per affrontare con successo la quotazione.

*3.6.3 Come intervengono questi tipi di veicoli d'investimento*

Bisogna innanzitutto, distinguere il veicolo di raccolta dalla strategia di investimento. Il Club Deal appunto non è una strategia di investimento ma un veicolo di raccolta; pertanto, esso poi, andrà ad operare con le medesime strategie di un normale fondo private equity. La particolarità di questo strumento risiede nell'elevato grado di personalizzazione con cui le operazioni vengono strutturate.
È importante precisare che, pur offrendo una maggiore personalizzazione, questa modalità di investimento nell'economia reale è quella che presenta il profilo di rischio più elevato. Questo è dovuto dall'assenza di un portafoglio diversificato, che è il meccanismo alla base dei fondi. Nel Club Deal, al contrario, si concentra l'intera raccolta del capitale degli investitori verso un'unica azienda target esponendosi completamente ai rischi operativi dell'azienda.
La personalizzazione dell'investimento non si ferma solo alla scelta della società e alla struttura dell'immissione del capitale in base alle esigenze della PMI, ma si estende anche alla pianificazione delle fasi di disinvestimento.
La pianificazione dell'exit viene modellata su misura per ogni investitore che può scegliere di prolungare o meno l'investimento. I *Club Deal*, infatti, sono

comunque degli strumenti di investimento a medio lungo termine ma non prevedono degli obblighi predefiniti di liquidazione entro un periodo prestabilito. Tutto questo permette una lieve mitigazione del rischio per l'investitore, che non si vede obbligato ad uscire dall'investimento in momenti di mercato non ottimali.

Una prima modalità di intervento dei *Club Deal* la troviamo nelle operazioni di Growth Capital, acquisendo partecipazioni di minoranza. Questo permette alla famiglia proprietaria di mantenere il controllo e allo stesso tempo finanziare progetti di espansione di linee interne o esterne.

Dall'altro lato, il mercato italiano registra una crescente incidenza di interventi sotto forma di *Buyout* o *Replacement*, finalizzate all'acquisizione di quote di controllo. Ad esempio, una recente operazione di questo tipo viene raccontata da un articolo del Il Sole 24 Ore. L'articolo mostra come l'acquisizione di maggioranza di tre imprese condotta dal veicolo "Montenapo Club", *Club Deal* promosso da Fai (*Financial advisory investments*), per dare vita a un polo aggregativo nel settore dei prodotti di fascia alta per animali[63].

L'acquisizione della maggioranza è cruciale per migliorare l'azienda dal punto di vista qualitativo, permettendole così di crescere anche al di fuori dei confini nazionali.

I *Club Deal* possono anche concentrarsi su operazioni riguardanti la Pre IPO. In questo caso gli investitori entrano nel capitale con il mandato di affiancare l'imprenditore in un processo di certificazione dei bilanci e creazione di adeguati sistemi di controllo interno. Questo affiancamento è necessario al raggiungimento dei requisiti dimensionali e di trasparenza indispensabili per la PMI che intende quotarsi.

---

[63] M. Meneghello, *Montenapo Club dà vita al polo del lusso dei prodotti per animali*, Il sole 24 Ore, 3 ottobre 2024.

Infine, l'architettura dello strumento può essere usata anche per la raccolta di debito e non solo di equity o una somma di entrambi.
I dati raccolti da AIFI nel rapporto relativo al mercato italiano del *Private Debt* 2025 sottolineano come nel 35% dei casi l'operatore abbia agito nell'ambito di un *Club Deal* per la raccolta dei fondi[64]. Questo mostra come i Club Deal intervengano nell'economia reale integrando capitale sociale e strumenti di debito alternativo, calibrando il finanziamento delle imprese con precisione.

[64] AIFI e CDP, Mercato italiano del Private Debt 2025.

# CAPITOLO 4

## Il caso di PharmaNutra S.p.A

In questo caso preso come esempio, si va ad analizzare il processo che ha portato alla quotazione una società farmaceutica italiana, PharmaNutra S.p.A. L'operazione in particolare si distingue per aver sfruttato il ricorso ai capitali privati per poter arrivare al mercato pubblico di Borsa Italiana. Nello specifico questo è avvenuto con la raccolta di fondi attraverso logiche di *club deal* per finire con l'approdo al mercato pubblico su Euronext Growth Milan (all'epoca dell'operazione ancora AIM).

### 4.1 I protagonisti coinvolti nell'operazione

Tale processo ha visto coinvolte due società che hanno collaborato, Electa Ventures e Azimut SGR[65], per sviluppare il fondo IPO Club che ha reso possibile l'operazione.

Electa Ventures è una boutique finanziaria indipendente specializzata nel settore del *private capital*, pioniera nell'ideazione di veicoli di aggregazione finalizzati alla quotazione di piccole e medie imprese.

Fondata da Simone Strocchi, la società si è distinta per aver importato e adattato lo strumento delle SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) al contesto italiano[66], notando che le SPAC tradizionali sono sovradimensionate rispetto al fabbisogno del tessuto imprenditoriale minore italiano. Electa Ventures così ha sviluppato un modello proprietario innovativo, le Pre Booking Company,

[65] Alcune informazioni relative al case study presentato sono state raccolte durante il tirocinio prezzo Azimut Ancona. Ringrazio per aiutato tutti i professionisti presenti, in particolare il Dott. Andrea Palma e il Dott. Roberto Martarelli.

[66] Le Special Purpose Acquisition Company sono veicoli di investimento costituiti allo scopo di raccogliere capitali presso il pubblico attraverso un'offerta pubblica iniziale, con l'intento di utilizzare la liquidità all'acquisizione o all'aggregazione aziendale con una società operativa non quotata entro un arco temporale predeterminato che si aggira tra i 18 e i 24 mesi. In caso di mancato perfezionamento dell'operazione entro i termini convenuti, il veicolo procede alla liquidazione e alla contestuale restituzione dei fondi raccolti ai sottoscrittori.

calibrate per rispondere meglio alle esigenze di flessibilità della *governance* tipiche delle PMI italiane.

Azimut Holding rappresenta invece, uno dei principali gruppi indipendenti attivi nel risparmio gestito a livello europeo, con una presenza internazionale e una marcata focalizzazione sui mercati privati. Tramite Azimut Libera Impresa SGR, il gruppo ha istituito una divisione interamente dedicata ad investire il risparmio privato nell'economia reale.

In collaborazione con Electa Ventures, Azimut ha lanciato IPO Club, un fondo chiuso di investimento alternativo riservato a investitori professionali e strutturato secondo la logica *Club Deal*.

L'iniziativa ha riscosso un vasto interesse nel mercato che ha permesso ad IPO Club di raccogliere 120 milioni di euro[67] in pochi giorni, in grado di supportare programmi sistematici di pre-capitalizzazione per accompagnare selezionate PMI verso il mercato borsistico, riducendo sensibilmente tempi e rischi rispetto ad una tradizionale IPO.

### 4.2 La società target PharmaNutra S.p.A

Fondata nel 2003 a Pisa dai fratelli Andrea e Roberto Lacorte, PharmaNutra S.p.A. opera nel settore nutraceutico e farmaceutico, dedicandosi allo sviluppo, produzione e commercializzazione di complementi nutrizionali e dispositivi medici di alta qualità.

L'azienda si è imposta rapidamente sul mercato grazie allo sviluppo di tecnologie proprietarie innovative, in particolare brevetti legati all'assorbimento di nutrienti.

[67] Azimut ed Electa lanciano il fondo Ipo Club per investire in medie imprese in pre-ipo. BeBeez, 15 giugno 2017.

Nel 2017 PharmaNutra presentava caratteristiche distintive di una PMI d'eccellenza, quali tassi di interesse superiori alla media di settore, un modello di business sviluppato e una spiccata propensione agli investimenti in ricerca e sviluppo. L'azienda era inoltre orientata a una decisa espansione sul mercato internazionale e all'ampliamento del portafoglio brevetti; necessitava pertanto di risorse finanziarie non sostenibili con l'autofinanziamento e incompatibili con le garanzie richieste dal sistema bancario.

I fondatori si trovarono difronte ad un classico dilemma, acquisire nuovi capitali e non perdere la guida dell'azienda. Per questo motivo, l'ingresso di un tradizionale fondo di Private Equity risultava inadatto.

In tale contesto, la quotazione su un mercato azionario dedicato appariva come la soluzione ottimale, a condizione, tuttavia, di individuare un percorso in grado di mitigare i rischi di mancato collocamento (*execution risk*) e l'incertezza legata alla volatilità delle valutazioni, fattori tipici di una procedura di IPO convenzionale.

Per rispondere congiuntamente alle esigenze di capitalizzazione, quotazione e tutela del controllo familiare, Electa Ventures e Ipo Club hanno proposto a PharmaNutra una soluzione finanziaria inedita e su misura, IPO Challenger 1.

Costituita sotto il profilo societario come una SPAC, partecipata dal fondo IPO Club e da una cerchia ristretta di investitori privati e istituzionali, uniti in *Club Deal*. L'operazione ha rappresentato la prima applicazione del modello di Pre Booking Company, configurandosi come un ibrido tra l'architettura tecnica di una SPAC e la trasparenza selettiva di un *Club Deal*.

### 4.3 Le particolarità di questo strumento innovativo di investimento e la sua struttura

A differenza delle SPAC tradizionali in cui i capitali vengono raccolti al buio e solo in un secondo momento si ricerca un'azienda da acquisire, la *Pre-Booking*

*Company* individua e pre negozia gli accordi con la società *target* ancor prima della raccolta dei capitali. Inoltre, a differenza delle SPAC ordinarie, in cui è il veicolo vuoto ad approdare inizialmente sul listino, nel modello *Pre-booking* il veicolo raccoglie privatamente i fondi dai coinvestitori per poi fondersi immediatamente con la PMI operativa; sarà quest'ultima, in seguito, a presentarsi direttamente in Borsa. Questa procedura azzera il rischio per gli investitori di un mancato gradimento della società *target* e riduce i tempi dell'operazione.

Agendo in questo modo, il processo ha preso avvio proprio con l'individuazione preventiva dell'azienda.

La società operativa PharmaNutra è stata analizzata e validata da Electa Ventures prima di qualsiasi sollecitazione finanziaria. Successivamente, i promotori e gli azionisti storici hanno negoziato e sottoscritto gli accordi vincolanti di aggregazione aziendale e di valutazione *ex-ante*, eliminando le incertezze contrattuali.

Solo dopo questa fase preparatoria si è proceduto con una raccolta mirata e dimensionata; il veicolo societario ha infatti completato la campagna di finanziamento raccogliendo circa 20 milioni di euro[68]. L'ammontare è stato sottoscritto da IPO Club e da altri investitori qualificati, i quali hanno operato, essendo pienamente consapevoli fin dal principio, dell'esatta destinazione industriale dei fondi apportati. Infine, l'iter si è concluso con l'integrazione e l'ammissione.

Una volta terminata la dotazione patrimoniale, IPO Challenger 1 ha deliberato la fusione per incorporazione nella società operativa PharmaNutra S.p.A., la

[68] E. Micheli, *"Debutto boom per Pharmanutra, allo sbarco sull'Aim vola del 40%"*, Il Sole 24 Ore, 18 luglio 2017.

quale ha potuto contestualmente presentare la domanda di ammissione alle negoziazioni su AIM Italia.

Questo approccio ha garantito a PharmaNutra una pre-capitalizzazione certa a condizioni negoziali prestabilite, svincolando il successo dell'operazione dalla volatilità dei mercati finanziari, e ha permesso agli investitori del *Club Deal* di sbarcare in Borsa a valutazioni competitive, con la prospettiva di beneficiare del premio di quotazione e di liquidare l'investimento nel mercato aperto.

### *4.3.1 L'arrivo nel mercato Borsistico*

L'operazione si è concretizzata nel luglio 2017, a seguito dell'approvazione assembleare della fusione per incorporazione di IPO Challenger 1 in PharmaNutra S.p.A. e del rilascio dell'avviso di ammissione da parte di Borsa Italiana. La società ha fatto il suo ingresso ufficiale sul mercato AIM Italia il 18 luglio 2017.

Quelli riportati nella tabella qui sotto sono i parametri con cui l'impresa si è presentata al momento del'IPO nell'AIM Italia

Tabella 4.1

**Parametri di PharmaNutra al momento della quotazione**

| Parametro | |
|---|---|
| Prezzo di collocamento | 10,00 euro per azione |
| Flottante iniziale | Circa il 22% distribuito tra gli investitori di IPO Challenger 1 |
| Capitalizzazione iniziale | Circa 90 milioni di euro |
| Governance | La famiglia Lacorte ha mantenuto la maggioranza assoluta con oltre il 75% del capitale |

La risposta del mercato secondario è stata fin da subito positiva. Il titolo PharmaNutra, supportato da solidi fondamentali e dalla validità della sua *equity story*, ha registrato un forte apprezzamento. Già nel corso della prima giornata

di contrattazioni il titolo ha raggiunto anche i 15,45 euro ed ha chiuso a 13,99 euro per azione registrando un rialzo del 39,9%.
I volumi di scambio e l'incremento del valore hanno confermato come la PMI sia riuscita a sfruttare appieno le potenzialità dell'MTF.

### 4.4 La crescita di PharmaNutra

La storia post quotazione di PharmaNutra evidenzia come il mercato Euronext Growth Milan può essere considerato un trampolino di lancio per il consolidamento aziendale e la transizione verso i listini primari.
Nei successivi tre anni (2017-2020) dopo la quotazione l'azienda ha impiegato le risorse accumulate per accelerare la crescita delle proprie linee di sviluppo.
I proventi sono stati utilizzati in particolare nel potenziamento delle attività di ricerca e nella registrazione di brevetti internazionali, determinando un'espansione commerciale nei mercati esteri (oltre 50) e incrementando costantemente i ricavi e i margini operativi.
La permanenza nel mercato gli ha permesso una progressiva evoluzione dei sistemi di pianificazione, controllo di gestione e comunicazione societaria.
Infine, ha garantito la monetizzazione e liquidità, fornendo così ai sottoscrittori del *club deal* un canale trasparente per liquidare, in tutto o solamente in parte, le proprie posizioni.
Il percorso evolutivo si è perfezionato il 15 dicembre 2020. Avendo consolidato il raggiungimento di parametri dimensionali, organizzativi e di *compliance* adeguati, Borsa Italiana ha approvato il passaggio delle azioni ordinarie di PharmaNutra S.p.A. dal segmento AIM Italia al Mercato Telematico Azionario, oggi Euronext Milan, specificamente nel segmento Star, riservato alle medie imprese che rispettano rigorosi parametri di liquidità, trasparenza informativa e presidi di governance indipendente.

Al momento del *translisting*[69], la capitalizzazione di PharmaNutra superava i 200 milioni di euro, valore più che raddoppiato dall'ingresso all'interno in AIM Italia.

L'attuale posizionamento della società conferma la solidità del percorso intrapreso. Al mese di settembre 2026, i dati ufficiali di Borsa Italiana rilevano per PharmaNutra una capitalizzazione di mercato pari a circa 804,5 milioni di euro, con un prezzo per azione che si attesta attorno agli 80 euro. Tali evidenze dimostrano come la sinergia tra i capitali pazienti apportati dal fondo e il successivo approdo sull'MTF abbiano trasformato una realtà familiare in una impresa internazionale consolidata sul mercato azionario principale.

Il caso certifica, in definitiva, l'efficacia di questi strumenti di finanza alternativa nel sostenere percorsi di marcata crescita dimensionale, finanziando l'espansione globale senza compromettere la continuità e il controllo della gestione proprietaria originaria.

[69] Con questo termine si intende la procedura mediante la quale una società quotata richiede e ottiene il trasferimento delle negoziazioni dei propri strumenti finanziari da un mercato a un altro, all'interno della stessa Borsa valori. Nel caso italiano nel momento in cui si passa da un mercato non regolamentato ad uno regolamentato, il processo è subordinato dall'approvazione di Borsa Italiana e al nulla osta della Consob.

# CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha evidenziato come le piccole e medie imprese italiane necessitino di un profondo cambiamento nel reperimento delle risorse finanziarie. Il tradizionale modello bancocentrico, che per lungo tempo ha sostenuto la crescita del tessuto produttivo nazionale, risulta infatti sempre meno adeguato alle attuali sfide competitive.

La tendenza a preferire l'autofinanziamento e il debito bancario a breve termine ha generato una cronica sottocapitalizzazione. Tale fragilità patrimoniale è aggravata dalla presenza di barriere culturali tipiche delle imprese familiari, i cui soci temono di perdere il controllo della società aprendo il capitale a investitori esterni.

A tutto ciò si sommano i vincoli esterni legati alle regole di vigilanza bancaria europea, giunta oggi all'applicazione di Basilea IV, e ai nuovi obblighi connessi ai parametri ESG. L'accesso al credito diventa così sempre più costoso e limitato per le PMI, le quali non riescono a fornire gli stessi livelli di garanzie e trasparenza delle grandi imprese. Di conseguenza, rivolgersi a nuovi canali di finanziamento diventa una necessità per poter investire nell'innovazione e nell'espansione verso nuovi mercati.

Per superare queste difficoltà serve un cambio di mentalità, che porti le imprese ad aprirsi verso il capitale di rischio. A tale scopo, Borsa Italiana ha ideato l'Euronext Growth Milan (EGM), con l'intento di offrire alle PMI un mercato azionario su misura. Tuttavia, le attuali criticità del mercato, tra cui la scarsa liquidità dei titoli, le valutazioni al ribasso e i frequenti *delisting*, dimostrano che

la quotazione diretta può rivelarsi un passo prematuro e troppo oneroso per aziende sprovviste di una solida struttura manageriale.

È proprio in questo spazio che entra in gioco la finanza alternativa. L'elaborato mostra come il mondo del *Private Equity* si stia evolvendo verso soluzioni sempre più personalizzate e adatte alle esigenze delle PMI. Ne sono un esempio i *Club Deal*, i quali, a differenza dei normali fondi chiusi, sono svincolati da rigide scadenze temporali; inoltre, permettono ai coinvestitori di conoscere e validare preventivamente l'impresa che verrà finanziata.

Un ulteriore elemento che ha fatto crescere l'interesse delle PMI per questi strumenti di finanza privata è che essi non apportano solamente capitale, ma anche conoscenze ed esperienze manageriali, risorse fondamentali per migliorare il controllo di gestione e preparare l'impresa a un eventuale sbarco in Borsa. In questo senso, il mercato dei capitali e quello privato non vanno visti come due scelte in competizione fra loro, bensì come tappe complementari all'interno di un unico percorso di crescita.

Il successo di PharmaNutra S.p.A. conferma la forza di questo modello. Approdata in Borsa proprio grazie alla sinergia tra capitali privati e mercato pubblico, l'azienda ha saputo usare le risorse e la visibilità ottenute sull'EGM per moltiplicare i ricavi e ottimizzare la propria organizzazione interna.

Il successivo passaggio delle azioni dal mercato EGM al segmento STAR dell'Euronext Milan rappresenta il naturale traguardo di questo processo. Questo salto non certifica solo l'aumento di valore dell'azienda, ma conferma questa tesi. I mercati privati permettono di migliorare, mentre i listini dedicati come l'EGM si rivelano ottimi strumenti propedeutici per l'approdo ai mercati azionari principali.

In conclusione, non è necessario stravolgere la compagine sociale o la natura familiare delle nostre aziende per far sì che superino la loro debolezza finanziaria.

L'integrazione tra capitali privati, strumenti di investimento su misura e mercati azionari rappresenta oggi una valida alternativa. Così facendo è possibile trasformare le eccellenze del nostro territorio in aziende moderne in grado di competere a livello globale.

## BIBLIOGRAFIA


AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt) e BIP Corporate Finance & Strategy (2025). *Analisi sulla creazione di valore nel mercato italiano (2019-2024)*.

AIFI e Cassa Depositi e Prestiti (CDP) (2025). *Rapporto sul mercato del Private Debt italiano*.

AIFI e PwC (2025). *Rapporto sul mercato italiano del Private Equity e Venture Capital*.

Banca d'Italia (2025). Dati e indagini statistiche sulla struttura finanziaria delle imprese (Periodo 2021-2025).

Banca d'Italia, L'economia per tutti (s.d.). *I piani individuali di risparmio (PIR)*. Portale per la cultura finanziaria.

BeBeez, Azimut ed Electa lanciano il fondo Ipo Club per investire in medie imprese in pre-ipo, 15 giugno 2017.

Borsa Italiana S.p.A. (s.d.). Dati di mercato e documentazione ufficiale segmenti Euronext Growth Milan (EGM), Euronext Milan (EXM), Euronext Access Milan.

Borsa Italiana, PMK (2026). *Dati di mercato aggiornati al 30.06.2026*.

Carteni G., *La BCE, il risiko bancario e lo stretto degli NPL*, in "Econopoly, Il Sole 24 Ore", 12 settembre 2025.

Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (1988, 2004, 2008, 2025). Accordi sul capitale (Basilea I, Basilea II, Basilea III e pacchetto CRR3/Basilea IV).

Commissione Europea (2003). *Raccomandazione n. 2003/361/CE della Commissione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*.

Commissione Europea (2023). *Regolamento (UE) n. 2831/2023 del 13 dicembre 2023 relativo all'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli aiuti «de minimis»*.

Consob (2026). *Bollettino statistico Mercati*. Dati luglio 2026.

Consob e CeTIF (2026). *Primo Rapporto dell'Osservatorio PMI e Mercato dei Capitali* (Dati 2025).

Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G. (2003). A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, 27(3), 511-548.

ICE - Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane (s.d.). *Rapporto ICE sulle esportazioni nazionali*.

IRTOP Consulting, Osservatorio ECM (2025). *Evoluzione società quotate e capitalizzazione*. Dati Borsa Italiana e Factset all'11/07/2025.

ISTAT (Istituto Nazionale di Statistica) (s.d.). *Censimento permanente delle imprese*. Rilevazioni sulla struttura del tessuto economico nazionale.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922. [Riferimento alla Trade-off Theory].

Longo M., "*Investire in Pir: come fare, quando conviene ei possibili rischi"*, Il Sole 24 Ore, 9 novembre 2017.

Meneghello M., "*Borsa, la grande fuga da Piazza Affari: così i delisitng pesano 28 miliardi"*, Il Sole 24 Ore, 27 novembre 2024.

Meneghello M., *Montenapo Club dà vita al polo del lusso dei prodotti per animali*, Il sole 24 Ore, 3 ottobre 2024.

Micheli E., *"Debutto boom per Pharmanutra, allo sbarco sull'Aim vola del 40%"*, Il Sole 24 Ore, 18 luglio 2017.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [Riferimento alla Pecking Order Theory citata nel testo].

Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano (2025). *Report annuale sulle emittenti di minibond*.

PharmaNutra S.p.A. (2017). *Documento di Ammissione su AIM Italia*.

PMI.it (s.d.). *Tabella riepilogativa dei criteri di classificazione PMI*.

Repubblica Italiana. *Decreto Sviluppo (D.L. 83/2012), Decreto Sviluppo Bis (D.L. 178/2012), Piano Destinazione Italia (D.L. 145/2013), Decreto Competitività (D.L. 91/2014), D.L. 18/2016*.

Repubblica Italiana. *Legge di Bilancio 2017* (Introduzione dei PIR).

Repubblica Italiana. *Legge di Bilancio 2018* (Introduzione del Bonus IPO).

Repubblica Italiana. *Legge di Bilancio 2025* (Agevolazioni per l'accesso al mercato EGM e stabilizzazione Bonus IPO).

Unione Europea (2019). *Regolamento Delegato (UE) 2019/980*.

Università Carlo Cattaneo (LIUC) e AIFI (2026). *Venture Capital Monitor (VeM) - Rapporto di ricerca Italia 2025*.

https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm

https://www.pharmanutra.it/it/azienda/

https://www.azimutliberaimpresa.it/chi-siamo