



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E FINANZA

Corso di Laurea Economia e Finanza

CATTEDRA: Diritto dei Mercati e degli intermediari finanziari corso progredito

I delisting in Italia: una analisi del fenomeno e l'influenza dei PE. La ricerca di soluzioni nazionali e internazionali

RELATORE:
Prof.ssa Mirella Pellegrini

CORRELATORE:
Prof. Francesco Baldi

CANDIDATO
Fulvio Randazzo 765921

Indice

Introduzione.....	1
Capitolo 1: Mercati dei Capitali Europei e Italiani: Limiti, Opportunità e Riforme per la Crescita.....	4
1.1 Situazione mercato europeo dei Capitali e un paragone con US	4
1.1.1 Numero di Trades nel periodo 2018-2023	4
1.1.2 Numero di Compagnie Listate nel periodo 2018-2023	6
1.1.3 Capitalizzazione di mercato in migliaia di miliardi di dollari	8
1.2 Cause della arretratezza del mercato europeo/italiano rispetto a quello USA.....	10
1.2.1 Bancocentrismo	10
1.2.2 Educazione finanziaria.....	13
1.2.3 Frammentazione dei mercati dei capitali europei: un confronto con gli Stati Uniti.....	16
1.2.4 Impatto della burocrazia sui mercati pubblici europei e paragone con il sistema USA	20
1.3 Perché la debolezza del mercato dei capitali é un problema per l'economia nel suo complesso	23
1.3.1 Mercato dei capitali come motore della crescita	23
1.3.2 Distribuzione della ricchezza.....	26
1.3.3 Remunerazione degli investitori	29
1.4 Interventi fatti per potenziare il mercato europeo/italiano ed i loro limiti	31
1.4.1 Vigilanza Comune e Semplificazione della Burocrazia: Impatti su Mercati, Risparmi e Quotazioni	31
1.4.2 La Legge n. 21/2024 (ex DDL Capitali): Un passo verso l'evoluzione del sistema italiano.....	33
Capitolo 2 I Private Equity come players nel mercato pubblico.....	39
2.1 Introduzione ai Private Equity	39
2.1.1 Il Private Equity: Un Attore Chiave del Mercato Finanziario	39
2.1.2 Un Pilastro dell'Economia Europea.....	40
2.2 Trends e Congiunture Economiche	49
2.2.1 Evoluzione di investimento in denaro dei PE:.....	50
2.2.2 Exit dalle Imprese da parte dei PE:	51
2.3 Ristrutturazione aziendale: Il Ruolo dei Private Equity.....	53
2.3.1 Le Strategie dei Private Equity per la Ristrutturazione delle Aziende Delistate	54

2.3.2 Benefici dell'Intervento dei Private Equity: Un Focus sul Valore per PE e Gruppi di Controllo	57
2.4 L'interazione tra i mercati del public e del private equity	60
2.4.1 Il Mercato europeo	60
2.4.2 IPO strategiche e uscite dal mercato del PE	65
Capitolo 3: Analisi dei Delisting in Italia (2020-2024).....	72
3.1 Introduzione	72
3.1.1 Struttura della ricerca	72
3.1.2 Origine dei Dati e Metodologia della Ricerca	73
3.2 Trend temporale dei delisting (2020-2024) – Analisi Macro e Finanziaria	76
3.2.1 Fattori Macro e Andamento dei Delisting (2020-2024)	76
3.2.2 I Settori Più Colpiti dal Delisting.....	78
3.3 Macro e Micro Industry degli Acquirenti	79
3.3.1 Distribuzione Settoriale degli Acquirenti nei Delisting (2020-2024) e il Ruolo dei Fondi di Private Equity.....	79
3.3.2 Motivazioni dei Delisting.....	80
3.4 Analisi del Valore Medio delle Operazioni di Delisting per Anno e Settore (2020-2024) – Contesto e Motivazioni	82
3.4.1 Industrials: il settore con le operazioni di maggior valore	83
3.4.2 Financials: un settore in ritirata dal mercato pubblico	83
3.4.3 High Technology e Healthcare: settori in trasformazione.....	83
3.4.4 Consumer Staples e Consumer Products: il ritorno del delisting nel 2024.....	84
3.4.5 Altri settori: variazioni e operazioni sporadiche	84
3.5 Implicazioni della Predominanza dei Fondi di Private Equity nei Delisting e Analisi delle Principali Operazioni	84
3.5.1 Interventi dei Fondi di Private Equity e Strategie delle Società Delistate	85
3.5.2 Strumenti Utilizzati	87
3.6 Critiche alla normativa Italiana ed europea	89
3.7. Il problema della sottovalutazione “tecnica”: un’occasione ulteriore per i PE e le critiche alle normative Italiane ed Europee	90
3.7.1 Il fenomeno sottovalutativo	90
3.7.2 Il vantaggio dei Private Equity nella corsa alle acquisizioni	94
Capitolo 4: Un Mercato dei Capitali per l'Europa: Integrazione, Crescita e Sovranità Economica.....	98
4.1 La Capital Markets Union e la visibilità delle imprese: implicazioni critiche sui delisting da parte dei Private Equity	98

4.1.1 "Action 1: Maggiore visibilità delle imprese e trasparenza informativa per l'integrazione dei mercati pubblici europei".	99
4.1.2 "Action 2: Semplificazione delle regole di quotazione per le PMI e implicazioni normative nel contesto dei mercati pubblici europei".	101
4.1.3 Action 3: Sostenere strumenti per gli investimenti a lungo termine	104
4.1.4 Action 8: Rafforzare la fiducia degli investitori retail e contrastare le inefficienze di mercato	107
4.1.5 Il ruolo dell'Action 15 nel limitare il fenomeno del delisting causato da private equity	110
4.2 Una visione complessiva: Proposte non legate alla CMU.....	113
Conclusione.....	121
Bibliografia	123

Introduzione

Introduzione

Negli ultimi anni, la crescente incidenza dei delisting ha assunto un ruolo centrale nel panorama finanziario italiano ed europeo. Ciò che a prima vista potrebbe sembrare una scelta puramente operativa nasconde, in realtà, un fenomeno più complesso, radicato in dinamiche economiche, regolatorie e di mercato. L'impatto di questa tendenza si estende ben oltre la finanza, influenzando la competitività delle imprese e la capacità del mercato dei capitali di attrarre investitori e sostenere la crescita economica.

All'interno di questo contesto, la mia tesi di laurea magistrale in Diritto dei Mercati Finanziari, parte del percorso di studi in Economia e Finanza con il Major in Banche e Intermediari Finanziari, si propone di esaminare in modo critico il ruolo dei fondi di private equity (PE) nei processi di delisting in Italia. L'obiettivo è comprendere le motivazioni dietro queste operazioni, il loro impatto sul mercato e le possibili soluzioni per migliorare l'attrattività della Borsa Italiana.

Motivazioni della ricerca

L'interesse per questo tema nasce dall'osservazione di un fenomeno che sta ridefinendo il rapporto tra finanza pubblica e privata. Perché tante aziende, incluse eccellenze di settore, scelgono di abbandonare la quotazione in borsa? Quali sono le cause profonde di questa tendenza? E, soprattutto, quali interventi potrebbero invertire questa dinamica e rafforzare il mercato azionario italiano?

Per rispondere a queste domande, la ricerca si articola in quattro capitoli, ciascuno dedicato a un aspetto chiave del problema.

Il primo capitolo fornisce un'analisi del contesto italiano e internazionale, mettendo a confronto le principali barriere che ostacolano la permanenza delle imprese sui mercati pubblici. In particolare, verranno analizzate le barriere normative, fiscali e operative, confrontando il mercato italiano con altre giurisdizioni. Questo capitolo permetterà di comprendere in che modo l'Italia si posiziona nel quadro europeo e globale e perché le sue imprese tendano a preferire il capitale privato rispetto alla quotazione.

Il secondo capitolo si concentra sul ruolo dei fondi di private equity, attori chiave nelle operazioni di delisting. L'analisi riguarderà le principali strategie impiegate dai PE, come leverage buyout, ristrutturazione strategica e ottimizzazione operativa, per comprendere le motivazioni dietro la loro scelta di ritirare le società dai mercati pubblici. Un focus particolare sarà dedicato alle conseguenze per gli stakeholder coinvolti – dagli investitori istituzionali e retail fino alle comunità locali – evidenziando come i PE abbiano trasformato il panorama finanziario italiano.

Il terzo capitolo costituisce il cuore empirico della ricerca. Qui verrà condotta un'analisi dettagliata sulle operazioni di delisting avvenute in Italia tra il 2020 e il 2024, utilizzando dati ufficiali e autorevoli provenienti da report finanziari, database di settore (Bloomberg, Refinitiv) e articoli di stampa specializzata. L'obiettivo è individuare pattern comuni tra le società delistate e valutare il peso specifico dei PE in queste transazioni. Questa sezione non si limiterà alla mera descrizione dei casi, ma cercherà di tracciare relazioni di causa-effetto, offrendo una lettura critica dell'evoluzione del mercato in questo periodo.

Il quarto capitolo, infine, sarà dedicato all'identificazione di soluzioni concrete. A partire dalle evidenze empiriche raccolte, verranno proposte strategie per rafforzare il mercato pubblico italiano, come incentivi fiscali per le aziende quotate, una revisione della normativa finanziaria e nuovi meccanismi per bilanciare gli interessi degli investitori istituzionali e retail. Inoltre, verranno esaminate le best practice internazionali, cercando di adattare i modelli di successo di altri Paesi alle specificità italiane.

Metodologia e approccio della ricerca

La metodologia adottata combina analisi teorica e normativa con un'indagine empirica approfondita. L'utilizzo di fonti di dati strutturati, come i bilanci aziendali e i report di mercato, sarà affiancato dall'analisi della letteratura accademica e normativa. Strumenti quantitativi verranno impiegati per esaminare le caratteristiche finanziarie delle società delistate e le correlazioni con il contesto economico e regolatorio.

L'approccio multidisciplinare scelto mira a offrire una visione critica e completa del fenomeno, senza limitarsi a descriverlo, ma cercando di individuare soluzioni attuabili.

La questione del delisting non è un problema isolato, ma si inserisce in una riflessione più ampia sulla competitività del mercato finanziario europeo. L'Italia, in particolare, soffre di mercati dei capitali sottosviluppati rispetto a quelli di altri paesi (come gli USA), una realtà che limita l'accesso ai finanziamenti per le imprese e riduce l'attrattività della Borsa per gli investitori.

In questo quadro, il ruolo del private equity è doppio: da un lato, offre capitale e competenze manageriali per far crescere le aziende; dall'altro, rischia di sottrarre liquidità e opportunità al mercato pubblico, accentuando il fenomeno del delisting.

La mia ricerca si propone quindi di contestualizzare e analizzare criticamente questo fenomeno, valutando se e come sia possibile trovare un equilibrio tra capitalismo privato e pubblico.

In un'epoca in cui l'Europa punta a rafforzare la propria sovranità economica e finanziaria, la costruzione di mercati dei capitali più efficienti e integrati è una priorità. La Capital Markets Union (CMU) rappresenta un'opportunità per ripensare le regole della finanza europea, ma la sua efficacia dipenderà dalla capacità di rendere più attrattivi i mercati pubblici, senza frenare l'innovazione finanziaria rappresentata dai PE.

Questa tesi, dunque, intende fornire un contributo alla discussione su come rendere più efficiente il mercato italiano, proponendo un'analisi critica, ma costruttiva, che non si limiti a evidenziare le criticità, ma suggerisca interventi praticabili e realistici per il futuro.

Capitolo 1: Mercati dei Capitali Europei e Italiani: Limiti, Opportunità e Riforme per la Crescita

1.1 Situazione mercato europeo dei Capitali e un paragone con US

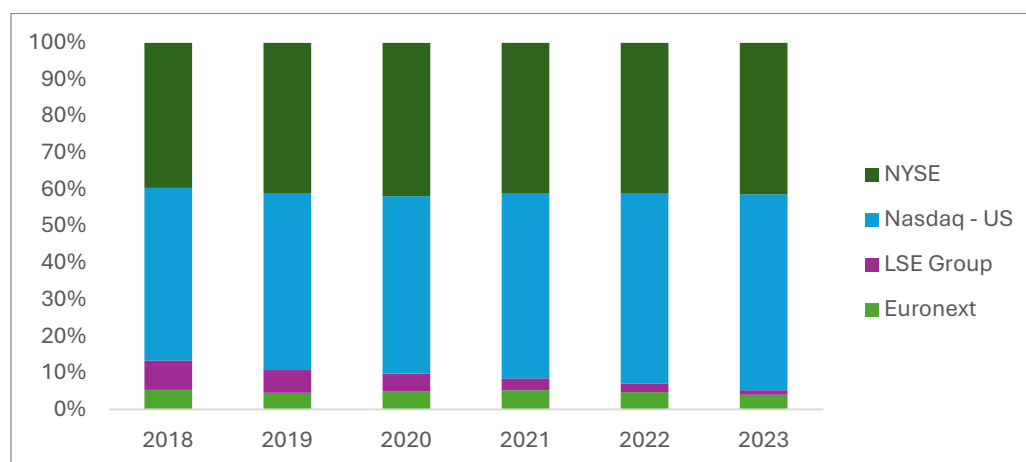
L'analisi dei dati relativi al numero di trades, alle società listate e alla capitalizzazione di mercato nei principali mercati finanziari globali fornisce un quadro essenziale per comprendere le dinamiche di sviluppo dei mercati regolamentati europei rispetto alle loro controparti americane. Questi grafici non sono semplici rappresentazioni numeriche, ma strumenti chiave per cogliere le differenze strutturali e culturali che influenzano le scelte di quotazione delle imprese e la competitività delle borse.

Tutti i dati utilizzati per questi grafici sono stati presi dal Bloomberg Terminal, aggregatore di dati statistici economici, notizie in tempo reale e analisi sul mercato economico mondiale.

L'obiettivo è mettere in luce i principali trend che caratterizzano i mercati finanziari dal 2018 al 2023, evidenziando in che modo la maggiore liquidità e attrattività dei mercati statunitensi influiscano negativamente sulla capacità europea di trattenere società di valore. Questo tipo di analisi è fondamentale nel contesto della mia ricerca, in quanto permette di ottenere una rapida panoramica sulle criticità che ostacolano lo sviluppo di un mercato dei capitali forte e integrato in Europa, tema centrale della mia tesi.

1.1.1 Numero di Trades nel periodo 2018-2023

Figura 1 Distribuzione del numero di trades effettuati su: NYSE, Nasdaq – US, LSE Group, Euronext



Fonte: Refinitiv

Il grafico mostra la distribuzione del numero di trades effettuati sulle quattro principali borse mondiali: NYSE, Nasdaq, LSE Group ed Euronext, tra il 2018 e il 2023. Da questa rappresentazione emerge chiaramente un dominio significativo delle borse statunitensi, con il Nasdaq e il NYSE che rappresentano la maggioranza delle transazioni nel periodo analizzato.

Analisi delle dinamiche globali

L'elemento più evidente nel grafico è la posizione predominante del Nasdaq, che copre circa il 50-60% dei trades in tutti gli anni rappresentati. Questo dato riflette la forte crescita del settore tecnologico negli Stati Uniti e il ruolo chiave che il Nasdaq svolge come piattaforma per le società tecnologiche di alto profilo. La presenza significativa del NYSE conferma che le società tradizionali e blue-chip continuano ad attrarre una quota importante di volumi di scambio.

L'Europa, rappresentata da Euronext e dal LSE Group, mostra una partecipazione marginale, indicando che le borse europee non riescono a competere in termini di volume con le loro controparti americane. Questo dato è emblematico delle difficoltà strutturali dei mercati europei nel trattenere aziende di valore e nell'attrarre investitori globali.

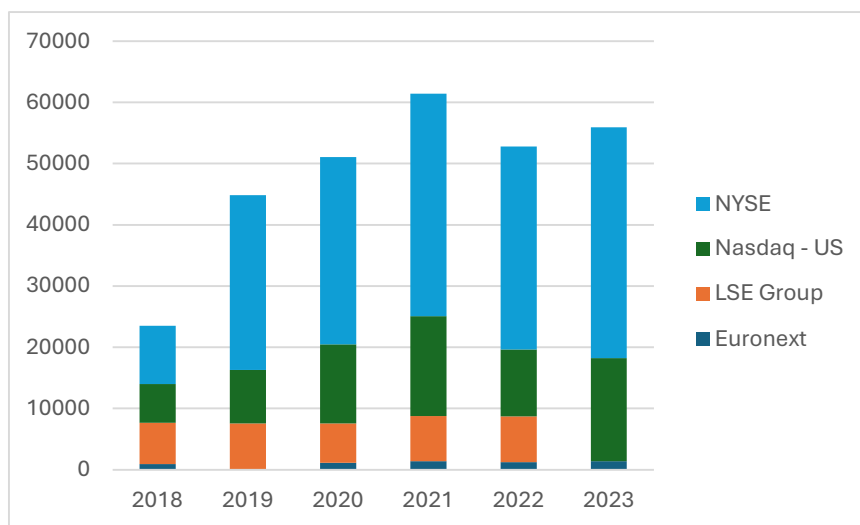
Implicazioni per il mercato europeo

Questa distribuzione evidenzia una problematica: la frammentazione dei mercati europei limita la loro capacità di competere con i mercati statunitensi. Nonostante gli sforzi normativi e i tentativi di integrazione, i volumi scambiati sulle borse europee rimangono contenuti. L'Euronext, pur rappresentando un tentativo di unificazione dei mercati europei, non ha ancora raggiunto la massa critica necessaria per competere a livello globale.

Si suggerisce che molte società europee preferiscono rivolgersi ai mercati americani per quotarsi, attratte da una maggiore liquidità e da un ecosistema finanziario più sviluppato. Il divario evidenziato nel grafico riflette non solo differenze strutturali, ma anche un approccio culturale diverso tra Stati Uniti ed Europa nei confronti dei mercati finanziari pubblici.

1.1.2 Numero di Compagnie Listate nel periodo 2018-2023

Figura 2 il numero di società quotate nelle principali borse mondiali



Fonte: Refinitiv

Il grafico evidenzia il numero di società quotate nelle principali borse mondiali — NYSE, Nasdaq, LSE Group ed Euronext — nel periodo compreso tra il 2018 e il 2023, mostrando le dinamiche di crescita e contrazione di questi mercati. Questo dato è particolarmente utile per comprendere dove le aziende scelgono di quotarsi e, soprattutto, dove riescono a mantenere la loro presenza nel lungo termine.

La Dominanza dei Mercati Statunitensi: NYSE e Nasdaq

Il NYSE e il Nasdaq rappresentano i due mercati principali per numero di società quotate. Questo dato non sorprende, considerando che gli Stati Uniti offrono un contesto particolarmente favorevole alla quotazione pubblica, con regole che incentivano l'accesso ai mercati e un sistema finanziario che supporta le aziende nella fase post-quotazione.

Il Nasdaq, in particolare, ha registrato una crescita continua nel periodo analizzato. Questo trend è legato principalmente alla sua specializzazione nel settore tecnologico, che ha visto un vero e proprio boom negli ultimi anni. Aziende innovative e startup tecnologiche preferiscono il Nasdaq per la sua capacità di garantire liquidità, visibilità globale e un ecosistema adatto alla loro crescita.

D'altra parte, il NYSE si conferma il punto di riferimento per le aziende di grandi dimensioni e con modelli di business più consolidati. La sua capacità di attrarre società mature dimostra l'importanza di offrire un ambiente stabile e prevedibile, che permetta alle imprese di raccogliere capitali senza doversi preoccupare eccessivamente della volatilità del mercato.

La Performance dei Mercati Europei: Euronext e LSE Group

Guardando ai mercati europei, notiamo un quadro molto diverso. Euronext mostra una crescita leggera ma costante nel numero di società quotate, in particolare a partire dal 2021, anno in cui ha acquisito la Borsa Italiana. Questa operazione ha permesso a Euronext di rafforzare la sua presenza in Europa e di ampliare il numero di aziende presenti nei suoi listini.

Tuttavia, la crescita di Euronext non è paragonabile a quella dei mercati americani, suggerendo che le imprese europee continuano a percepire i mercati pubblici come meno attrattivi. Questo fenomeno può essere attribuito a diversi fattori, tra cui la frammentazione normativa tra i vari Stati membri e la percezione di un maggior peso burocratico rispetto ai mercati statunitensi.

Il LSE Group, invece, presenta un trend stagnante, se non in lieve contrazione. La Brexit ha avuto un impatto significativo sulla capacità di Londra di attrarre nuove quotazioni, poiché molte aziende preferiscono piazze finanziarie all'interno dell'Unione Europea per ridurre i rischi legati alla frammentazione regolatoria post-Brexit. Inoltre, la cessione della Borsa Italiana a Euronext ha ulteriormente ridotto il peso del LSE Group nel panorama europeo.

La Distribuzione delle Società Listate nel Tempo

Un elemento interessante che emerge dal grafico è il picco massimo di società quotate nel 2021, seguito da una leggera contrazione nei due anni successivi. Questo andamento riflette chiaramente le dinamiche macroeconomiche globali.

Dopo la crisi causata dalla pandemia di Covid-19, molti mercati hanno sperimentato una forte ripresa, favorita da politiche monetarie espansive e da un abbondante accesso alla liquidità. Questo ha portato a un boom di IPO, con numerose aziende che hanno deciso di quotarsi per raccogliere capitali in un contesto favorevole.

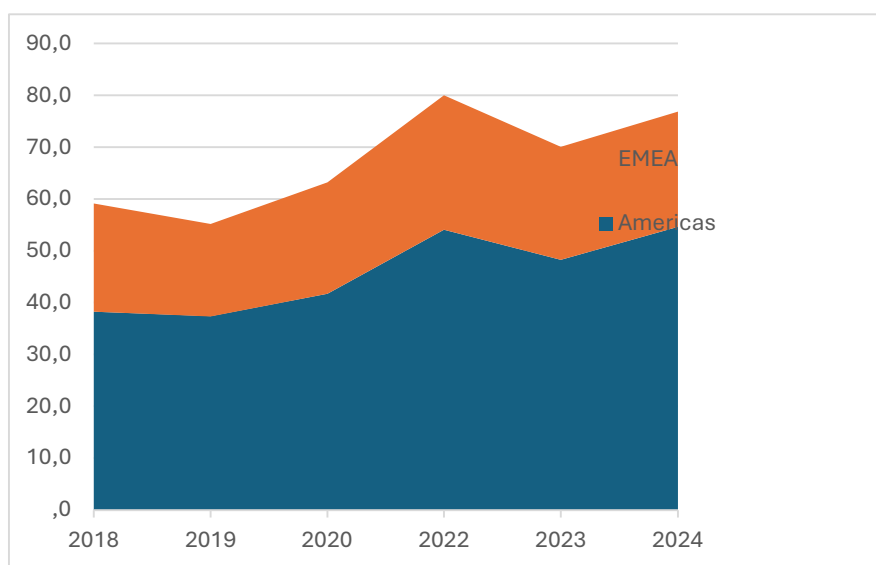
Tuttavia, a partire dal 2022, il cambio di politica monetaria delle principali banche centrali, con l'aumento dei tassi di interesse e la riduzione degli stimoli economici, ha avuto un impatto negativo sulle nuove quotazioni. Le condizioni di mercato sono diventate meno prevedibili, e molte aziende hanno deciso di rimandare le loro IPO o di riconsiderare la loro permanenza nei mercati pubblici.

Il Ruolo della Liquidità

Un fattore chiave che spiega la differenza di performance tra i mercati americani ed europei è la liquidità. I mercati statunitensi offrono una liquidità molto più elevata rispetto a quelli europei, rendendo più facile per le aziende raccogliere capitali e per gli investitori comprare e vendere azioni senza influenzare significativamente il prezzo.

1.1.3 Capitalizzazione di mercato in migliaia di miliardi di dollari

Figura 3 Andamento della capitalizzazione di mercato globale



Fonte: Refinitiv

L'andamento della capitalizzazione di mercato globale, evidenziato nel grafico appena analizzato, appare come una diretta conseguenza dei trend osservati nei grafici precedenti riguardanti il numero di società quotate e i volumi di trading. L'aumento della capitalizzazione delle borse americane rispetto a quelle europee conferma un dato già riscontrato: i mercati statunitensi, in particolare il Nasdaq e il NYSE, si confermano più attrattivi, liquidi e resilienti nel tempo. Questo rafforza ulteriormente l'idea che

l'Europa fatichi a mantenere aziende quotate di valore nei propri mercati regolamentati, con una capitalizzazione che cresce meno velocemente rispetto agli Stati Uniti.

Dal 2018 al 2024, la capitalizzazione di mercato della regione EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa) mostra un incremento meno marcato rispetto a quella delle Americas, pur registrando un picco nel 2022. Tuttavia, come già osservato, questa crescita risulta instabile e dipendente da fattori esogeni, come il supporto delle politiche monetarie della BCE. La volatilità della capitalizzazione europea rispetto alla stabilità americana può essere direttamente collegata a fenomeni già discussi, come il calo delle società listate in Europa e la riduzione dei volumi di trading nei principali mercati europei, rappresentati da Euronext e dal LSE Group.

La stagnazione della capitalizzazione europea è un sintomo chiaro delle difficoltà strutturali già emerse nei grafici precedenti. I delisting e la mancanza di nuove IPO nei mercati europei contribuiscono a frenare la crescita del valore totale delle borse del Vecchio Continente. Le aziende che rimangono nei mercati pubblici tendono a essere meno dinamiche rispetto alle loro controparti americane, sia perché le grandi aziende tecnologiche e innovative trovano negli Stati Uniti un ambiente più favorevole, sia perché la frammentazione dei mercati europei limita l'accesso a una base di investitori globale.

L'evidente discrepanza tra Americas ed EMEA in termini di capitalizzazione non può essere interpretata solo come un riflesso della dimensione economica dei rispettivi mercati.

In sintesi, i dati sulla capitalizzazione di mercato confermano il ciclo vizioso che affligge i mercati europei: la difficoltà di attrarre nuove società, unita alla crescente pressione del private equity, riduce il numero di aziende quotate, i volumi di trading e, infine, la capitalizzazione complessiva. Al contrario, gli Stati Uniti continuano a essere il punto di riferimento globale per le società che cercano capitali pubblici, alimentando un ciclo virtuoso che rafforza il valore dei loro mercati regolamentati.

1.2 Cause della arretratezza del mercato europeo/italiano rispetto a quello USA

1.2.1 Bancocentrismo

Il sistema finanziario italiano è stato storicamente caratterizzato da una netta predominanza del credito bancario come fonte primaria di finanziamento per le imprese, limitando lo sviluppo e la diffusione di alternative più evolute, come il mercato dei capitali. Questo fenomeno, noto come bancocentrismo, è stato analizzato da diversi economisti che hanno evidenziato le implicazioni di questa dipendenza per il tessuto imprenditoriale del Paese.

Il premio Nobel Franco Modigliani ha individuato nella mancanza di un mercato finanziario maturo una delle principali cause del bancocentrismo. Secondo l'economista, la predominanza delle banche è radicata nella struttura dell'economia italiana, composta in larga parte da PMI con scarsa capacità di attrarre capitali esterni attraverso strumenti di mercato. La preferenza per il credito bancario, spesso motivata dalla vicinanza relazionale tra banca e impresa, ha consolidato un sistema finanziario che tende a scoraggiare il ricorso diretto al mercato azionario. Questa dinamica ha contribuito a rafforzare un circolo vizioso, dove la limitata alfabetizzazione finanziaria degli imprenditori e l'assenza di una cultura del rischio impediscono l'espansione di mercati più liquidi e accessibili¹.

Anche l'economista Marco Pagano, in una prospettiva comparata, ha approfondito le conseguenze macroeconomiche del bancocentrismo, evidenziando come questo modello possa frenare l'efficienza allocativa delle risorse. L'assenza di un mercato dei capitali sviluppato priva le imprese italiane della possibilità di diversificare le proprie fonti di finanziamento, rendendole più vulnerabili alle fluttuazioni economiche e alle crisi di liquidità. Pagano ha sottolineato che nei Paesi anglosassoni, dove il mercato dei capitali è maggiormente sviluppato, le imprese riescono a mantenere una maggiore resilienza in periodi di recessione grazie alla pluralità di investitori e alla liquidità dei mercati. In Italia, al contrario, l'eccessiva dipendenza dal credito bancario non solo accentua la

¹ Franco Modigliani, *The Debate over Stabilization Policy* (Cambridge: Cambridge University Press, 1986).

prociclicità economica, ma riduce anche la capacità delle imprese di accedere a finanziamenti in momenti di difficoltà sistemica².

Da una ricerca di Equita, in collaborazione con la Luiss Business School, emerge che le imprese italiane sono più legate al credito bancario rispetto alla media europea. Questo tipo di finanziamento ha rappresentato, nel primo semestre del 2024, l'82% del totale ottenuto dalle imprese non finanziarie italiane, rispetto al 78% della media UE. Negli ultimi cinque anni, la dipendenza italiana dal credito bancario ha toccato in media l'89%, a fronte dell'82% nel resto d'Europa³. Questo dato pone l'Italia al livello più elevato tra le principali economie europee, insieme alla Germania. A differenza delle aziende tedesche, tuttavia, le imprese italiane fanno meno ricorso al mercato obbligazionario: nel 2023 le emissioni italiane sono state pari a 31 miliardi di euro (28 miliardi già emessi nel primo semestre 2024), mentre in Germania hanno raggiunto i 92 miliardi di euro, nel Regno Unito 81 miliardi, e in Francia 78 miliardi. Al momento, l'Italia è il quarto paese europeo per emissioni obbligazionarie, rappresentando l'8% dell'intero mercato UE, mentre la Germania conta per il 25% e Regno Unito e Francia per circa il 20% ciascuno. Questi numeri evidenziano un gap significativo che l'Italia dovrà colmare.

Alan Greenspan⁴, ha affermato che un comportamento gregario in economia è irrazionale, se non si fonda su solidi fondamentali. La tendenza europea a preferire i finanziamenti bancari, specialmente per le piccole e medie imprese, piuttosto che il ricorso al mercato pubblico, può tranquillamente essere considerata un esempio di questo comportamento. D'altra parte, il mercato finanziario italiano risulta meno liquido rispetto a quello anglosassone, scoraggiando così molti investitori, soprattutto quelli interessati a realtà di dimensioni minori, come le PMI.

Il mercato statunitense e quello britannico, invece, hanno una storia diversa: in questi paesi il capitalismo, specialmente quello finanziario, ha radici profonde, e il ricorso alla borsa o al debito non intermediato è considerato un processo naturale di sviluppo delle imprese. Questo rende il fenomeno del bancocentrismo un vero e proprio "circolo

² Marco Pagano, "Financial Markets and Growth: An Overview," *European Economic Review* 37, no. 2–3 (1993): 613–622.

³ Equita SIM, in collaborazione con Luiss Business School. "The Role of Italian SMEs in Capital Markets." Report ufficiale, pubblicato nel giugno 2023

⁴ Economista ed ex Presidente della Federal Reserve dal 1987 al 2006

vizioso”. Il bancocentrismo comporta due principali conseguenze per lo sviluppo imprenditoriale. Una impresa che si finanzia quasi esclusivamente tramite il sistema bancario risulta particolarmente influenzata dalle condizioni economiche al momento della richiesta di fondi. Sebbene anche i mercati pubblici subiscano l’influenza dell’economia globale, la pluralità di investitori e la natura internazionale di questi mercati consentono l’afflusso di capitali anche in periodi meno favorevoli. Diversamente, le banche sono colpite dal cosiddetto “*doom loop*”^{5,6}, che le rende particolarmente procicliche. Inoltre, oltre alla limitata disponibilità di risorse che rende problematici i periodi recessivi per il credito, si aggiunge il tema del merito creditizio. Le banche, infatti, devono rispettare, per regolamentazioni⁷ e per ragioni di profitto, un certo equilibrio tra depositi e impieghi.

Questo fattore si ripercuote su determinate tipologie di imprese in tutte le fasi economiche, limitandone la crescita e la possibilità di diventare competitive su scala internazionale. Le aziende più colpite sono quelle che operano in settori meno tradizionali, come la tecnologia o i mercati emergenti, percepiti come maggiormente rischiosi. Tali settori richiedono ingenti capitali per ampliare i progetti, costruire reti di contatti, acquisire *know-how* e ottenere le risorse umane e materiali necessarie per sviluppare soggetti di dimensioni sufficienti a competere con i colossi stranieri, in particolare statunitensi e asiatici. Tuttavia, se queste imprese tentano di finanziare la propria crescita tramite le banche, queste ultime sono generalmente riluttanti a concedere finanziamenti senza garanzie materiali, che per le ragioni esposte non sono spesso alla portata di tali aziende, o per lo sviluppo di prodotti la cui accoglienza da parte del mercato resta incerta.

Il bancocentrismo, così definito, comporta conseguenze che in Europa, e specialmente in Italia, favoriscono l’intervento dei fondi di *Private Equity*. Questi soggetti dispongono di importanti risorse e di competenze professionali specifiche per

⁵De Groen, Willem. "The ECB's QE: Time to Break the Doom Loop between Banks and Their Governments." CEPS Policy Brief, 13 marzo 2015.

⁶Rojas, Luis, e Dominik Thale. "Il termine 'doom loop' descrive un circolo vizioso in cui la fragilità dei bilanci bancari e la sostenibilità del debito sovrano si influenzano negativamente a vicenda." CEPR, 23 dicembre 2024.

⁷ Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria. "Basilea III: Quadro normativo globale per rafforzare la regolamentazione, la supervisione e la gestione del rischio nel settore bancario." *Bank for International Settlements*, dicembre 2010.

individuare e finanziare attività con potenziale di crescita. Inoltre, poiché non sono vincolati da normative stringenti come quelle bancarie e risentono solo marginalmente delle crisi economiche, i *Private Equity* rappresentano l'alternativa naturale al sistema bancario in assenza di un mercato dei capitali vigoroso e attivo, che potrebbe favorire la crescita e lo sviluppo delle imprese europee.

1.2.2 Educazione finanziaria

Un aspetto cruciale che distingue gli investitori italiani dai loro omologhi statunitensi e inglesi è il livello di alfabetizzazione finanziaria, che si riflette nelle scelte di investimento e nella partecipazione al mercato azionario. In Italia, la bassa alfabetizzazione finanziaria è un fattore storico e culturale che influenza profondamente le abitudini di risparmio e le strategie di investimento. Secondo l'indagine della Banca d'Italia del 2023, l'Italia ha registrato un punteggio di alfabetizzazione finanziaria di 10,7 su una scala da 0 a 20, in leggero aumento rispetto al 10,2 del 2020, ma ancora inferiore alle medie internazionali⁸. Al contrario, negli Stati Uniti, secondo il report OCSE/INFE del 2023, il punteggio medio è di circa 14,2 su una scala da 0 a 21, posizionandosi tra i livelli più alti a livello globale⁹.

Questa disparità di competenze finanziarie ha un impatto tangibile sulla partecipazione ai mercati finanziari. Negli Stati Uniti, oltre il 60% della popolazione detiene azioni di società quotate in borsa, mentre in Italia questa percentuale scende al 10%^{10,11}. Tale differenza è frutto di un contesto culturale e normativo molto diverso: negli Stati Uniti e nel Regno Unito, per esempio, i sistemi pensionistici a contribuzione definita incentivano i cittadini a investire sin dalla giovane età, aumentando la familiarità con il mercato azionario e la propensione al rischio. Questo fenomeno porta a un mercato più dinamico e partecipato, in cui la pluralità degli investitori contribuisce alla stabilità e

⁸ Banca d'Italia. *Indagine sull'alfabetizzazione finanziaria al 2023*. Rapporto ufficiale. Roma, 20 Luglio 2023

⁹ OECD/INFE. *OECD/INFE Survey of Adult Financial Literacy*. Parigi: OECD Publishing, 2023

¹⁰ Edward N. Wolff, "Household Wealth Trends in the United States, 1962-2019: The Role of Housing and Stock Market Wealth," National Bureau of Economic Research Working Paper No. 28383, 2021.

¹¹ Assogestioni. *Rapporto Annuale 2019*. Associazione Italiana del Risparmio Gestito, 2019.

alla trasparenza delle transazioni, limitando il potere di manipolazione da parte di pochi grandi soggetti¹².

In Italia, invece, la tendenza è verso la prudenza e la conservazione del capitale. Gli investitori italiani preferiscono mantenere i loro risparmi in depositi bancari o postali e in obbligazioni a reddito fisso, riducendo così l'esposizione ai rischi del mercato azionario. Questo approccio è confermato dal *Global Investor Portfolio Study*¹³ di Morningstar, che ha analizzato i portafogli degli investitori di 14 mercati mondiali e ha rilevato una preferenza degli italiani per la liquidità e i prodotti di reddito fisso.

Inoltre, l'asset principale degli investitori italiani rimane la casa di proprietà, un elemento distintivo della cultura italiana in cui il "mattone" è visto come il principale strumento di protezione e trasferimento della ricchezza tra generazioni.

Secondo Morningstar, l'avversione al rischio degli italiani è in parte influenzata da fattori culturali, sociali ed economici, tra cui un sistema di previdenza sociale che offre maggiore sicurezza rispetto a quello anglosassone. In paesi come l'Italia, la Francia e la Germania, la sicurezza di un sistema pensionistico a prestazione definita ha portato gli investitori a essere più conservativi, a differenza dei mercati anglosassoni dove l'incertezza legata alla previdenza privata spinge a investire più attivamente. L'approccio prudente degli italiani è accentuato anche dall'età demografica: oltre un quarto della popolazione ha più di 60 anni, e ciò si traduce in una maggiore avversione al rischio, nonché in una preferenza per investimenti stabili e a lungo termine.

Negli ultimi anni, si è osservato un timido incremento della propensione al rischio tra i risparmiatori italiani, incentivato dalla diffusione dei fondi comuni di investimento. Alcuni investitori hanno iniziato a riequilibrare i propri portafogli, riducendo la dipendenza dai titoli di stato, anche se ancora oggi oltre la metà del capitale investito in fondi è destinata a comparti domiciliati all'estero, spesso in Lussemburgo o Irlanda, a causa dei costi inferiori e delle condizioni fiscali più favorevoli. Tuttavia, in Italia l'acquisto di fondi resta oneroso: le banche dominano ancora la distribuzione dei prodotti finanziari, applicando commissioni di retrocessione elevate e favorendo

¹² Eugene Fama. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *The Journal of Finance* 25, no. 2 (1970): 383–417.

¹³ Chan, Wing. *Global Investor Portfolio Study*. Rapporto ufficiale Morningstar, 25 ottobre 2022.

prodotti a scadenza, che aumentano i costi per gli investitori. La consulenza indipendente, che potrebbe aiutare a ridurre tali costi, è ancora poco diffusa, rendendo il conto per i risparmiatori italiani “salato” rispetto ad altri paesi.

In un contesto in cui il settore immobiliare rappresenta l’asset principale e il reddito fisso è visto come la scelta più sicura, la limitata educazione finanziaria italiana rappresenta una barriera alla diversificazione del portafoglio e alla partecipazione ai mercati finanziari. Il “mattoncino” non è solo un valore sicuro, ma è spesso privo di ipoteche e viene tramandato di generazione in generazione, creando un’economia basata su un capitale immobilizzato che offre stabilità ma riduce la liquidità e la partecipazione al mercato pubblico. In contrasto, negli Stati Uniti, la cultura finanziaria e l’educazione al rischio incentivano un maggior coinvolgimento nel mercato azionario e la creazione di portafogli più diversificati.

A livello internazionale, l’impatto dell’educazione finanziaria sulla gestione del denaro e sulla scelta degli investimenti è ben documentato. Un aumento delle competenze finanziarie in Italia potrebbe incentivare un uso più consapevole delle risorse e un maggiore interesse verso i mercati finanziari, con un possibile effetto positivo sull’economia del Paese. Il coinvolgimento della Banca d’Italia e le campagne di educazione finanziaria hanno recentemente contribuito a una maggiore consapevolezza sugli effetti dell’inflazione e sulle decisioni di spesa delle famiglie, ma resta ancora un ampio divario con i livelli di alfabetizzazione statunitensi. La ridotta familiarità con concetti come inflazione, tasso di interesse composto e diversificazione del rischio limita l’accesso degli italiani a una gestione finanziaria moderna e orientata al mercato, frenando il potenziale di crescita del mercato pubblico.

In sintesi, la differenza tra i mercati italiani e statunitensi riflette l’importanza dell’educazione finanziaria nel determinare le scelte di investimento e la partecipazione al mercato. Negli Stati Uniti, la diversità e l’alto numero di investitori individuali garantiscono una vivacità e una trasparenza che rendono il mercato efficiente e meno suscettibile alla manipolazione, mentre in Italia la concentrazione della ricchezza in pochi investitori limita la pluralità e la liquidità del mercato¹⁴. La crescita

¹⁴ Peter Czerepak, Dean Frankle, e Lukas Haider, *Global Wealth Report 2023: Resetting the Course*, pubblicato il 27 giugno 2023, Boston Consulting Group.

dell'educazione finanziaria in Italia potrebbe rappresentare un passaggio fondamentale per favorire una gestione più consapevole e sostenibile delle risorse e per aumentare la partecipazione della popolazione al mercato azionario, contribuendo alla crescita e alla stabilità del sistema economico nel lungo termine.

1.2.3 Frammentazione dei mercati dei capitali europei: un confronto con gli Stati Uniti

La frammentazione dei mercati finanziari europei costituisce uno degli ostacoli più significativi all'integrazione economica dell'Unione Europea, con conseguenze rilevanti sul piano economico e sociale. Questo fenomeno è il risultato di disomogeneità normative, infrastrutturali e operative tra gli Stati membri, che ostacolano la circolazione dei capitali e limitano la competitività delle imprese, soprattutto quelle situate nei Paesi periferici.

La frammentazione si traduce in un aumento del costo del capitale e in un accesso ineguale ai finanziamenti, penalizzando in particolare le piccole e medie imprese (PMI), che rappresentano il fulcro del tessuto economico europeo. Le PMI nei Paesi periferici si trovano a dover affrontare tassi d'interesse più elevati rispetto alle loro controparti nei Paesi core, aggravando le disparità economiche regionali. Durante la crisi del debito sovrano, questa disuguaglianza ha raggiunto livelli estremi, dimostrando come la frammentazione possa amplificare gli effetti delle crisi economiche e finanziarie¹⁵.

Inoltre, l'assenza di un mercato unico pienamente integrato riduce la liquidità complessiva e aumenta i costi di transazione, limitando la capacità delle imprese di raccogliere capitali in modo efficiente.

Un altro aspetto critico della frammentazione è la sua influenza negativa sulla stabilità finanziaria. La mancanza di una regolamentazione uniforme e di un'autorità centrale per la supervisione dei mercati impedisce una gestione efficace delle crisi e aumenta la vulnerabilità agli shock asimmetrici. Questa situazione richiede un impegno politico deciso per rafforzare le istituzioni europee e per completare progetti come l'Unione Bancaria e l'Unione dei Mercati dei Capitali.

¹⁵ Charles Goodhart, *The Regulatory Response to the Financial Crisis* (Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2009).

1.2.3.1 Radici storiche della frammentazione europea

La frammentazione dei mercati dei capitali europei è un fenomeno che si radica profondamente nella storia e nella struttura istituzionale dell'Unione Europea. Dalla firma del Trattato di Roma nel 1957, l'UE ha perseguito un modello fondato sulla concorrenza e sul rispetto delle regole comuni, ma ha sempre evitato di adottare un approccio realmente centralizzato nella gestione economica. Questa scelta, pur garantendo stabilità iniziale, ha prodotto un sistema finanziario frammentato, incapace di rispondere in modo coordinato alle sfide globali¹⁶.

A differenza dell'Europa, gli Stati Uniti hanno sviluppato fin dal XIX secolo un mercato finanziario unificato, sostenuto da un quadro normativo federale. Come ha ricordato Christine Lagarde nel suo discorso al **European Banking Congress**, **“nel XIX secolo, la necessità di finanziare progetti trasformativi come le ferrovie spinse gli Stati Uniti a creare un mercato dei capitali integrato. Questo ha cambiato per sempre il loro destino economico”**. Le ferrovie non solo collegarono le estremità geografiche degli Stati Uniti, ma crearono le basi per un sistema economico e finanziario integrato, capace di sostenere una crescita senza precedenti¹⁷.

L'Europa, al contrario, si trova ancora a dover fare i conti con un sistema frammentato, dove ogni Stato membro conserva una significativa autonomia sulle normative e sulle infrastrutture di mercato. Questo ha creato un ambiente in cui le imprese, soprattutto quelle nei paesi periferici, affrontano costi di finanziamento più elevati e minori opportunità rispetto alle controparti americane¹⁸.

1.2.3.2 Il divario statistico tra Europa e Stati Uniti

Le differenze tra i mercati dei capitali europei e statunitensi sono evidenti nei dati economici. Nel 2008, l'Unione Europea registrava un PIL complessivo leggermente superiore a quello degli Stati Uniti (16,2 trilioni contro 14,7). Tuttavia, nel 2022, il PIL statunitense ha raggiunto i 25 trilioni, mentre quello europeo, includendo il Regno Unito, si è fermato a 19,8 trilioni¹⁹. Questa divergenza, che alcuni osservatori hanno

¹⁶ Christine Lagarde, Discorso al European Banking Congress, 17 novembre 2023.

¹⁷ Alessandro Aresu, *Le potenze del capitalismo politico. Stati Uniti e Cina*, La nave di Teseo, 2020.

¹⁸ Cassa Depositi e Prestiti, **30 anni di mercato unico europeo: un confronto con gli USA**. Roma: Cassa Depositi e Prestiti, pubblicato il 7 marzo 2024.

¹⁹ Lionel Barber e Martin Wolf, *"The Shifting Balance: A Comparison of EU and US Economic Growth"*, *Financial Times*, 15 novembre 2022..

definito “la grande frattura transatlantica”, è attribuibile non solo a differenze nelle dimensioni dei mercati, ma anche alla capacità degli Stati Uniti di sfruttare un mercato dei capitali unificato²⁰.

Negli Stati Uniti, il 70% del finanziamento delle imprese proviene dai mercati dei capitali, rispetto a solo il 10% in Europa²¹. Questo dato riflette la predominanza del sistema bancario nell’UE, che risulta meno adatto a finanziare progetti di lungo termine o ad alto rischio. Inoltre, negli Stati Uniti, il mercato delle cartolarizzazioni è tre volte più grande di quello europeo, consentendo alle banche di trasferire i rischi agli investitori e di liberare capitale per nuovi prestiti. Come evidenziato dalla Lagarde, “questo strumento si rivela particolarmente potente in un sistema finanziario a prevalenza bancaria come quello europeo, ma richiede un mercato più ampio e integrato”.

Il settore tecnologico è un altro esempio lampante delle disparità tra i due continenti. Gli Stati Uniti dominano le classifiche globali con aziende come Apple, Amazon e Microsoft, mentre l’Europa vanta solo ASML e SAP tra le prime 20 società globali. Questa debolezza non è solo una questione di competitività economica, ma riflette anche le difficoltà dell’Europa nel creare un ecosistema favorevole alle imprese innovative, frenato dalla frammentazione normativa e da un accesso limitato ai capitali²².

1.2.3.3 Conseguenze economiche e sociali della frammentazione

La frammentazione dei mercati dei capitali europei non è un problema puramente tecnico, ma ha implicazioni economiche e sociali profonde. Le PMI, che rappresentano l’80% dell’occupazione nell’UE, sono le più penalizzate da questo sistema. Nei paesi periferici, come Italia, Grecia e Spagna, le imprese devono affrontare tassi d’interesse significativamente più elevati rispetto ai paesi core come Germania e Francia. Durante

²⁰ Tesi magistrale, *La frammentazione del mercato finanziario in Europa*, Luca Piazza, LUISS.

²¹ Marco D'Eramo e Francesco Grillo, "Stati Uniti e Unione Europea: un confronto sui mercati dei capitali", Pandora Rivista, 12 ottobre 2023.

²² Thomas Philippon, *The Great Reversal: How America Gave Up on Free Markets*, Harvard University Press, Cambridge, 2019.

la crisi dei debiti sovrani, questa disparità ha raggiunto livelli estremi, con spread che hanno superato i 430 basis points tra i paesi dell'Eurozona²³.

Come osservato da Pandora Rivista, questa disuguaglianza non solo limita la crescita delle PMI, ma amplifica anche le disparità economiche tra gli Stati membri, rendendo difficile per l'UE competere a livello globale. Negli Stati Uniti, al contrario, l'integrazione del mercato garantisce una distribuzione uniforme dei capitali, promuovendo la resilienza economica e riducendo gli squilibri regionali²⁴.

A livello sociale, questa frammentazione si traduce in una perdita di opportunità economiche per molte regioni europee. Come evidenziato dalla Lagarde, “senza un mercato dei capitali adeguatamente sviluppato, non possiamo finanziare le trasformazioni necessarie per affrontare sfide come la transizione verde e la digitalizzazione”. L'assenza di strumenti di finanziamento uniformi compromette non solo la competitività dell'Europa, ma anche la sua capacità di garantire una crescita inclusiva e sostenibile²⁵.

1.2.3.4 Lezioni dagli Stati Uniti

Il modello statunitense offre lezioni fondamentali per l'Europa. La creazione di un mercato dei capitali unificato, sostenuto da una vigilanza centralizzata e da infrastrutture comuni, è essenziale per promuovere la crescita economica e l'innovazione. Negli Stati Uniti, l'integrazione del mercato ha consentito di sviluppare big corporation in settori strategici come la tecnologia e la difesa, garantendo un accesso uniforme ai capitali su tutto il territorio nazionale²⁶.

L'espansione economica tra il 2009 e il 2020 – la più lunga della storia americana – è stata resa possibile da un sistema finanziario che combina flessibilità, robustezza e una forte propensione al rischio. Come sottolineato dalla Lagarde, *“un mercato dei capitali veramente europeo richiede infrastrutture di mercato consolidate”*. Questo significa

²³ Carlo Trigilia: "La sfida delle disuguaglianze" Pubblicato il 13 gennaio 2023, Pandora Rivista.

²⁴ Alan S. Blinder, *A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961–2021*, Princeton: Princeton University Press, ottobre 2022.

²⁵ Martin Wolf, "How a Single Capital Market Would Unlock Europe's Potential," *Financial Times*, 15 marzo 2023..

²⁶ Delphine Strauss, Sam Fleming, Valentina Romei e Martin Arnold, "Europe Faces 'Competitiveness Crisis' as US Widens Productivity Gap," *Financial Times*, 9 marzo 2024

non solo eliminare le barriere normative, ma anche creare un ecosistema in grado di attrarre investitori globali.

1.2.3.5 Una visione per il futuro dell'Europa

Per superare la frammentazione e colmare il divario con gli Stati Uniti, l'Europa deve adottare un approccio più ambizioso. L'armonizzazione normativa e la creazione di un corpus unico di regole sono passaggi indispensabili per garantire un accesso uniforme ai capitali e per promuovere una crescita equilibrata. Come sottolineato da *Thomas Philippon*, un mercato unico dei capitali migliorerebbe l'allocazione delle risorse, riducendo le disuguaglianze economiche e favorendo la competitività globale²⁷.

L'Europa non può permettersi di rimanere indietro. Come affermato dalla Lagarde, **“dinanzi a una sfida finanziaria così immensa, questo è il momento di agire. Esorto tutti noi a essere audaci e a non perdere l'attimo”**. Il futuro economico dell'Europa dipende dalla sua capacità di trasformare il mercato dei capitali in uno strumento di coesione, competitività e innovazione¹⁶.

1.2.4 Impatto della burocrazia sui mercati pubblici europei e paragone con il sistema USA

Il mercato pubblico europeo rappresenta una componente essenziale per la crescita economica e l'attrattività degli investimenti all'interno dell'Unione Europea. Tuttavia, negli ultimi decenni, l'aumento della complessità normativa e burocratica ha creato barriere significative per le imprese che intendono accedere alla quotazione in borsa. Tali ostacoli hanno avuto un impatto particolarmente pesante sulle piccole e medie imprese (PMI), che spesso non dispongono delle risorse finanziarie o organizzative per affrontare i requisiti stringenti richiesti dalle normative europee. La frammentazione normativa tra gli Stati membri dell'UE e la presenza di regolamenti dettagliati, come il Regolamento sul Prospetto (UE) 2017/1129 e il Regolamento sugli Abusi di Mercato (MAR), hanno contribuito a rallentare il processo di quotazione e a incrementare i costi operativi per le società quotate²⁸. Al contrario, negli Stati Uniti, un quadro normativo più

²⁷ Antonio Calcarà, "Il mercato unico europeo alla prova della competizione geopolitica," Pandora Rivista, 27 febbraio 2024.

²⁸ Regolamento sul Prospetto (UE) 2017/1129, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea L 168, 30 giugno 2017.

snello e unificato, supportato da iniziative come il JOBS Act, ha reso il mercato pubblico più accessibile e competitivo per le imprese, sia grandi che piccoli²⁹.

In Europa, la regolamentazione finanziaria è caratterizzata da una significativa frammentazione. Sebbene la creazione dell'Unione Bancaria e del Mercato Unico dei Capitali abbia cercato di promuovere un'armonizzazione normativa, persistono notevoli differenze tra gli Stati membri, che rendono difficoltoso per le imprese operare in modo uniforme su scala europea. Uno degli esempi più rilevanti è il Regolamento sul Prospetto (UE) 2017/1129, che richiede alle imprese di redigere documenti dettagliati per ogni offerta pubblica di titoli o ammissione alla negoziazione. Questi prospetti devono essere approvati dalle autorità nazionali, come la Consob in Italia o l'AMF in Francia, con revisioni multiple che spesso ritardano l'intero processo. In alcuni casi, le imprese affrontano tempi di approvazione che possono superare i 12 mesi, a fronte di una media di 3-6 mesi negli Stati Uniti³⁰. Negli Stati Uniti, le aziende devono interfacciarsi esclusivamente con la Securities and Exchange Commission (SEC), un'autorità centralizzata che garantisce un processo più rapido ed efficiente. La SEC è in grado di esaminare e approvare prospetti in tempi che vanno dalle 6 alle 12 settimane, anche grazie alla possibilità di presentare documenti preliminari riservati³¹. Questo approccio contrasta nettamente con quello europeo, dove le autorità locali, come la BaFin in Germania o la CNMV in Spagna, applicano criteri differenti, rallentando ulteriormente i processi.

Un ulteriore esempio di complessità normativa è rappresentato dal Regolamento sugli Abusi di Mercato (MAR), che impone obblighi stringenti per garantire la trasparenza e prevenire attività di trading illegali. Le imprese devono creare registri interni per monitorare l'accesso alle informazioni privilegiate, implementare software di compliance e garantire una formazione continua per i dipendenti. Questi requisiti, sebbene cruciali per la tutela degli investitori, risultano particolarmente onerosi per le PMI, che spesso non dispongono delle risorse necessarie per soddisfare tali obblighi. Negli Stati Uniti, invece, le norme sull'insider trading e sulla trasparenza sono

²⁹ U.S. Congress, "Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act", Public Law No: 112-106, 5 aprile 2012.

³⁰ SEC, "IPO Process Guidelines", pubblicato sul sito ufficiale della Securities and Exchange Commission, aggiornamento 2023.

³¹ BaFin, "Prospetti di offerta pubblica", report ufficiale del 2022.

centralizzate e gestite dalla SEC, che utilizza una struttura normativa uniforme per tutte le imprese, riducendo i costi amministrativi e i tempi di implementazione³².

Le tempistiche e i costi delle IPO (Initial Public Offering) in Europa rappresentano un altro ostacolo significativo. Il processo di quotazione richiede generalmente tra i 6 e i 12 mesi per essere completato, a causa delle revisioni multiple e dei requisiti di trasparenza imposti dal MAR e dalla MiFID II. Durante questo periodo, le imprese devono sostenere costi considerevoli per consulenze legali, revisori contabili e adeguamenti tecnologici³³. In media, i costi di compliance per un'IPO in Europa possono superare quelli negli Stati Uniti del 20-30%. Negli Stati Uniti, invece, il quadro normativo consente una maggiore rapidità e semplicità. Grazie al *JOBS Act*, introdotto nel 2012, le *Emerging Growth Companies* (EGC) possono completare una IPO in soli 3-6 mesi. Queste società beneficiano di prospetti meno dettagliati e di esenzioni dai requisiti del *Sarbanes-Oxley Act* (SOX), riducendo così i costi operativi. I costi di compliance per una PMI negli Stati Uniti sono stimati tra \$300.000 e \$500.000, mentre in Europa variano tra €500.000 e €2 milioni.

Una volta quotate³⁴, le aziende devono affrontare costi operativi significativi, che variano notevolmente tra Europa e Stati Uniti. In Europa, le normative europee, come gli IFRS (International Financial Reporting Standards), richiedono una reportistica dettagliata e complessa, con bilanci trimestrali e annuali³⁵. I costi annuali stimati per le attività di reporting e revisione contabile variano tra €500.000 e €2 milioni, a seconda delle dimensioni dell'azienda. Negli Stati Uniti, le imprese seguono gli standard richiesti dalla SEC, che risultano meno onerosi per le PMI, soprattutto grazie alle esenzioni introdotte dal *JOBS Act*³⁶. I costi di reporting per le PMI variano tra \$300.000 e \$500.000. Le imprese in Europa devono inoltre istituire comitati di audit, remunerazione e gestione del rischio, con amministratori indipendenti, come richiesto dal MAR e dai codici di governance nazionali. Questi obblighi comportano costi tra

³²Gary Gensler e Caroline Crenshaw, "Insider Trading Policies," U.S. Securities and Exchange Commission, documento ufficiale di regolamentazione, 14 dicembre 2022

³³ MiFID II, Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 15 maggio 2014

³⁴ Sarbanes-Oxley Act (SOX), Public Law No: 107-204, 30 luglio 2002

³⁵ IFRS Foundation, International Financial Reporting Standards: Update 2023. Pubblicazione ufficiale della IFRS Foundation, Londra, 2023

³⁶ U.S. Congress, Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act, Section 101: Exemptions for Emerging Growth Companies

€200.000 e €1 milione all'anno. Le PMI americane possono evitare alcuni obblighi legati al SOX, riducendo i costi annuali a circa \$500.000, rispetto a \$1-3 milioni per le grandi aziende.

Il GDPR obbliga le aziende europee a investire in infrastrutture tecnologiche e formazione per garantire la protezione dei dati personali. I costi stimati variano tra €100.000 e €500.000 all'anno³⁷. Negli Stati Uniti, gli obblighi di sicurezza informatica sono meno stringenti, con costi stimati tra \$50.000 e \$200.000³⁸. Il confronto tra Europa e Stati Uniti dimostra come le normative americane favoriscano un accesso più rapido ed economico ai mercati pubblici, riducendo i costi operativi e le tempistiche per le IPO. Per migliorare la competitività del mercato pubblico europeo, è essenziale armonizzare le normative tra gli Stati membri e promuovere strumenti di finanziamento innovativi, come la cartolarizzazione³⁹. Solo attraverso riforme strutturali, l'Europa potrà aspirare a competere efficacemente con il modello statunitense, creando un mercato pubblico attrattivo e sostenibile.

1.3 Perché la debolezza del mercato dei capitali é un problema per l'economia nel suo complesso

1.3.1 Mercato dei capitali come motore della crescita

Il mercato dei capitali rappresenta una delle colonne portanti di ogni economia moderna. È il meccanismo attraverso cui si rende possibile l'allocazione efficiente delle risorse, la trasformazione dei risparmi privati in investimenti produttivi e il finanziamento di progetti di crescita per aziende e governi. Non si tratta solo di un aspetto tecnico del sistema economico, ma di uno strumento strategico che contribuisce in maniera decisiva alla prosperità collettiva e alla competitività di un Paese.

1.3.1.2 Il ruolo strategico del mercato dei capitali nella crescita economica

Il mercato dei capitali svolge un ruolo centrale nel supportare la crescita economica, facilitare la mobilitazione del risparmio privato e garantire un'allocazione efficiente

³⁷ GDPR, Regolamento (UE) 2016/679, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea L 119, 4 maggio 2016

³⁸ Department of Homeland Security, U.S. Cybersecurity Guidelines: Updated Standards for Critical Infrastructure Protection. Aggiornamento ufficiale del 2023, Washington, DC

³⁹ BaFin (Federal Financial Supervisory Authority), Capital Market Reforms in Europe. Report ufficiale, 2023, Bonn.

delle risorse. Di seguito vengono analizzati i principali vantaggi e le funzioni chiave che i mercati dei capitali offrono sia alle imprese che agli investitori.

Facilitare gli investimenti

I mercati dei capitali creano un ecosistema in cui risparmiatori e investitori possono incontrarsi per allocare risorse in maniera efficace. Attraverso strumenti come azioni, obbligazioni e fondi comuni, gli investitori hanno la possibilità di partecipare alla crescita delle imprese e, al contempo, di beneficiare di rendimenti economici. Questa dinamica permette alle aziende di raccogliere risorse per finanziare la loro espansione, migliorare la produttività, entrare in nuovi mercati e investire in innovazione⁴⁰.

Mobilitare il risparmio privato

Senza un mercato dei capitali solido, il risparmio privato rischierebbe di rimanere inattivo, limitando le sue possibilità di contribuire alla crescita economica. Invece, i mercati dei capitali svolgono una funzione vitale nel trasformare i risparmi familiari in investimenti produttivi, sostenendo l'espansione delle imprese e lo sviluppo delle infrastrutture⁴¹.

Allocazione efficiente del capitale

La capacità di dirigere risorse verso le attività con il maggiore potenziale di rendimento è una delle principali funzioni del mercato dei capitali. Attraverso l'intermediazione di strumenti finanziari e la partecipazione di investitori professionali, si garantisce che il capitale venga allocato a imprese innovative, solide e con prospettive di crescita. Questo non solo premia le aziende che si dimostrano competitive, ma stimola anche l'imprenditorialità e favorisce il progresso tecnologico⁴².

Migliorare la liquidità e la fiducia degli investitori

I mercati dei capitali offrono agli investitori la possibilità di acquistare e vendere strumenti finanziari con facilità. Questa liquidità è un elemento chiave per attrarre

⁴⁰ Blanchard, Olivier, Alessia Amighini, e Francesco Giavazzi. *Macroeconomics: A European Perspective*. Capitoli 15-18. Harlow: Pearson Education, edizione 2024.

⁴¹ Consiglio dell'Unione Europea. *Capital Markets Union Explained*. Bruxelles: Consilium, Aggiornamento del 2024

⁴² Gianni Trovati, "Se crescono i mercati cresce anche il Paese," *Il Sole 24 Ore*, 18 aprile 2023

partecipanti al mercato, riducendo i rischi associati all'investimento e aumentando la fiducia nel sistema finanziario.

Attrarre investimenti esteri

Un mercato dei capitali ben regolamentato e trasparente invia segnali positivi agli investitori internazionali, rendendo un Paese una destinazione attraente per capitali esteri. Gli investimenti stranieri, oltre a fornire un afflusso di capitali, portano con sé competenze, tecnologie avanzate e connessioni globali, che a loro volta rafforzano il sistema economico nazionale.

1.3.1.3 Il mercato dei capitali in Italia: una sfida da vincere

In Italia, il mercato dei capitali gioca un ruolo cruciale, ma presenta delle fragilità strutturali che limitano il suo potenziale. Rispetto ad altre economie avanzate, il sistema italiano è caratterizzato da un numero insufficiente di società quotate, una liquidità limitata e una scarsa presenza di investitori istituzionali attivi.

Le PMI italiane, che costituiscono l'ossatura del sistema produttivo nazionale, faticano ad accedere al mercato dei capitali per raccogliere risorse. Questa situazione le spinge a fare un uso eccessivo del credito bancario, esponendole a maggiori vulnerabilità in periodi di crisi finanziaria o di contrazione del credito ⁴³.

Creata questa base, lo step successivo non può che essere la quotazione in borsa, in modo da allargare la partecipazione alla ricchezza finanziaria potenzialmente a ogni cittadino che si trasforma, automaticamente, in un possibile finanziatore che va a utilizzare le sue risorse in surplus per alimentare una economia che poi lo va a premiare direttamente, con i proventi del suo investimento, ed indirettamente, con la crescita economica legata alla crescita dell'economia come domanda aggregata "Z", data la crescita del parametro "I" degli investimenti.

Non è un caso che tutti i paesi che dimostrano una crescita solida della propria capitalizzazione in borsa, vivono una crescita del PIL più elevata (vedere gli US), ed è anche consequenziale che quei paesi in cui vi è una partecipazione più diffusa ai mercati borsistici abbia anche un PIL pro capite superiore.

⁴³ Marie-Christine Tremblay, Martin Joumard, e Michael Beltz. Financing SMEs and Entrepreneurs 2024: An OECD Scoreboard. Paris: OECD Publishing, 30 gennaio 2024.

Per superare queste criticità, è essenziale sviluppare strumenti finanziari mirati, come *basket bond*, fondi chiusi e piattaforme di *equity crowdfunding*, che facilitino l'accesso al capitale da parte delle PMI. Inoltre, le istituzioni, inclusi fondi pensione e casse previdenziali, devono essere coinvolte attivamente nel finanziare le PMI e le startup innovative.

1.3.1.4 Guardare al futuro: sostenibilità e innovazione

I mercati dei capitali non devono limitarsi a promuovere la crescita economica; devono diventare una leva per la sostenibilità. La crescente attenzione agli strumenti ESG (ambientali, sociali e di governance) e alle obbligazioni verdi offre l'opportunità di finanziare progetti che combinano obiettivi finanziari e sociali⁴⁴.

Investire nel futuro del mercato dei capitali significa creare le basi per un sistema economico più resiliente, equo e inclusivo. Le azioni intraprese oggi non solo garantiranno maggiore competitività al sistema Italia, ma contribuiranno anche a costruire un'economia capace di affrontare le sfide globali con determinazione e ambizione.

In definitiva, un mercato dei capitali forte non è un fine, ma un mezzo per realizzare un obiettivo più grande: una società prospera, innovativa e sostenibile. Ora è il momento di agire con coraggio e visione.

1.3.2 Distribuzione della ricchezza

Un mercato pubblico forte rappresenta un pilastro fondamentale per garantire una distribuzione della ricchezza più ampia e accessibile rispetto a un mercato dei capitali dominato da entità private e concentrate in poche mani. L'equità pubblica consente a chiunque, dai piccoli investitori ai grandi istituti finanziari, di accedere al capitale e partecipare direttamente al successo di aziende consolidate e in crescita, creando opportunità di investimento diffuse e promuovendo una più equa distribuzione dei benefici economici⁴⁵.

⁴⁴Banca Mondiale. "10 anni di obbligazioni verdi: creazione del progetto per la sostenibilità nei mercati dei capitali." A cura di Laura Tlaiye, Christopher Head, e Doris Köhn. Pubblicato a Washington, D.C., il 18 marzo 2019.

⁴⁵ Piketty, Thomas. *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2013.

In un mercato pubblico, le azioni delle società sono acquistabili da chiunque attraverso strumenti come fondi comuni, ETF o investimenti diretti. Questo consente a una vasta gamma di investitori di partecipare alla crescita economica e di beneficiare dei rendimenti generati dalle società quotate. Ad esempio, i fondi pensione, che investono ampiamente in mercati pubblici, redistribuiscono i guadagni ai lavoratori e ai pensionati, estendendo i vantaggi di un'economia in crescita anche alle fasce della popolazione con redditi più bassi⁴⁶.

Al contrario, il *private equity* limita la partecipazione ai soli investitori accreditati, ossia individui con un elevato patrimonio netto e istituzioni finanziarie specializzate. Questa struttura esclude la maggior parte della popolazione dall'accesso diretto a questi investimenti, concentrando i rendimenti in un gruppo ristretto di individui e istituzioni⁴⁷. Inoltre, il *private equity* opera spesso con meno trasparenza rispetto ai mercati pubblici, con una divulgazione limitata delle informazioni finanziarie e una minore disponibilità di analisi di terze parti, il che rende difficile per i partecipanti valutare il rischio e il valore reale degli investimenti.

Un mercato pubblico forte offre anche il vantaggio della liquidità. Le borse consentono agli investitori di acquistare e vendere azioni in modo rapido e trasparente, favorendo la flessibilità e riducendo il rischio associato alla mancanza di accesso al capitale⁴⁸. Nei mercati privati, al contrario, la liquidità è limitata, e gli investitori possono dover attendere anni prima di recuperare il capitale investito, il che riduce la loro capacità di reagire ai cambiamenti economici o personali.

Un altro aspetto cruciale è il ruolo del mercato pubblico nella promozione della trasparenza e della responsabilità aziendale. Le società quotate devono divulgare regolarmente informazioni finanziarie dettagliate e sottostare a rigorosi requisiti di governance, aumentando la fiducia degli investitori e riducendo il rischio di

⁴⁶ Appelbaum, Eileen, and Rosemary Batt. *Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street*. New York: Russell Sage Foundation, 2014.

⁴⁷ Jensen, Michael C. "Eclipse of the Public Corporation." *Harvard Business Review* 67, no. 5 (1989): 61–74.

⁴⁸ Pagano, Marco, Panetta, Fabio, e Zingales, Luigi. "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis of the Decision to List on Stock Exchanges." *The Journal of Finance* 53, no. 1 (1998): 27–64.

comportamenti opportunistici. Come sosteneva John Maynard Keynes: “Nessun uomo intraprendente accetterà mai di rimanere povero quando sia convinto che chi sta meglio di lui si è procacciato la ricchezza con la fortuna e l'imbroglio”. Questa trasparenza favorisce un controllo più diffuso delle attività aziendali, contribuendo a un'economia più stabile e resiliente.

Dal punto di vista della popolazione generale, un mercato pubblico forte contribuisce alla democratizzazione della ricchezza. Ad esempio, le IPO non solo raccolgono capitale per le aziende, ma permettono anche agli investitori di tutte le dimensioni di partecipare al successo delle imprese. Invece, nei mercati privati, la raccolta di capitali è spesso riservata a un'élite finanziaria, limitando l'impatto positivo sulla società nel suo insieme.

Anche dal punto di vista macroeconomico, i mercati pubblici tendono a favorire una maggiore stabilità. La concentrazione della proprietà in mani private, tipica del *private equity*, può amplificare i rischi sistemici, poiché il destino di interi settori economici può essere legato a un numero ridotto di decisioni centralizzate. I mercati pubblici, con la loro dispersione del rischio tra milioni di investitori, tendono invece a mitigare tali rischi e a favorire una crescita economica più equilibrata e sostenibile.

Infine, il ruolo del mercato pubblico nel favorire la creazione di posti di lavoro è significativo. Le aziende quotate, essendo soggette a una maggiore visibilità pubblica, sono spesso incentivate a mantenere e creare occupazione per migliorare la propria reputazione e soddisfare le aspettative degli investitori. Al contrario, il *private equity*, spesso focalizzato sull'ottimizzazione a breve termine dei rendimenti, può portare a decisioni come la riduzione dei costi attraverso licenziamenti o ristrutturazioni aziendali, con un impatto potenzialmente negativo sull'occupazione.

In sintesi, un mercato pubblico forte non solo promuove l'efficienza economica e la trasparenza, ma si erge come un baluardo per una distribuzione più equa della ricchezza e un'economia più democratica. La sua capacità di includere una vasta gamma di investitori, offrire liquidità e mantenere standard di governance elevati lo rende un elemento essenziale per il benessere economico collettivo, in netto contrasto con un mercato dei capitali dominato dai *private equity*, dove i benefici sono concentrati in poche mani.

1.3.3 Remunerazione degli investitori

Le *public company* sono intrinsecamente più incentivate a remunerare gli investitori rispetto alle società non quotate, grazie a una combinazione di fattori strutturali, normativi e operativi. Uno dei motivi principali è la diffusione del capitale tra numerosi azionisti, che include sia grandi investitori istituzionali, come fondi pensione e hedge fund, sia piccoli risparmiatori. Questo modello proprietario diversificato genera una pressione costante per garantire rendimenti regolari, spesso sotto forma di dividendi o programmi di riacquisto di azioni (*buyback*), entrambi elementi fondamentali per mantenere e attrarre capitali⁴⁹. Dal punto di vista normativo, le *public company* sono soggette a regole più stringenti rispetto alle società private. In Italia, ad esempio, il Decreto Legislativo 49/2019 impone che le politiche di remunerazione siano sottoposte al voto degli azionisti e richiede la trasparenza nella rendicontazione delle modalità di distribuzione degli utili. La CONSOB, attraverso il proprio report annuale sulla *corporate governance*, ha evidenziato che il 92% delle società quotate italiane ha implementato politiche di remunerazione chiare e trasparenti, con una crescente attenzione alla distribuzione dei dividendi e ai programmi di *buyback* come strumento per aumentare il valore per azione⁵⁰. Operativamente, le *public company* competono attivamente per attrarre investitori sul mercato finanziario globale. Nell'ultimo decennio, l'indice FTSE MIB ha registrato una *performance* annuale media del 6-8%, sostenuta in gran parte da dividendi distribuiti regolarmente dalle società quotate italiane. Un dato interessante fornito da Assogestioni mostra che oltre il 45% dei dividendi distribuiti dalle società italiane nel 2022 è stato destinato a fondi pensione e fondi comuni, indicando come il mercato pubblico sia un meccanismo chiave per redistribuire la ricchezza⁵¹. Le *public company* italiane mostrano anche una crescente preferenza per i programmi di *buyback*. Secondo i dati ufficiali di Borsa Italiana, il valore totale dei programmi di riacquisto azionario annunciati dalle società del FTSE MIB è cresciuto del 28%, con un impatto diretto sull'aumento dell'utile per azione (EPS) e sulla valorizzazione del capitale investito⁵². Questo approccio non solo soddisfa le aspettative

⁴⁹ Cheffins, Brian R. *The Public Company Transformed*. Oxford: Oxford University Press, 2018.

⁵⁰ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). *Report sulla corporate governance delle società quotate italiane*. Roma: CONSOB, 2023. "

⁵¹ Giovanni Vecchi, Laura Colombo e Alessandra Rossi, *Dividendi e investitori istituzionali in Italia*. Milano: Assogestioni, 2023".

⁵² Borsa Italiana. "Statistiche Mensili sugli Indici FTSE MIB." Aggiornate al 30 giugno 2024.

degli azionisti, ma rappresenta anche una strategia per migliorare gli indicatori finanziari, come il rendimento del capitale proprio (ROE), che è uno dei principali driver di attrazione per nuovi investitori.

A differenza delle società private, che possono reinvestire fino all'80% degli utili per finanziare progetti di crescita, le *public company* italiane bilanciano con maggiore attenzione la necessità di crescita con la distribuzione dei profitti. Ad esempio, ENI e Intesa Sanpaolo, due delle principali società quotate italiane, hanno distribuito rispettivamente il 50% e il 70% dei loro utili netti sotto forma di dividendi o *buyback* negli ultimi cinque anni. Questo conferma come la struttura proprietaria delle *public company* crei incentivi per assicurare rendimenti regolari agli investitori⁵³.

Un altro elemento chiave è rappresentato dalla liquidità. I mercati pubblici italiani, sebbene più piccoli rispetto a quelli statunitensi o britannici, offrono agli investitori una possibilità di ingresso e uscita più rapida rispetto alle società private. La liquidità è un vantaggio cruciale per gli investitori istituzionali che gestiscono portafogli ampi e diversificati, poiché consente loro di ridurre il rischio e migliorare l'allocazione del capitale. Nel caso delle società private, gli investitori devono spesso attendere eventi di liquidità, come acquisizioni o IPO, che possono richiedere anni per realizzarsi.

Un fattore aggiuntivo che incentiva le *public company* italiane a remunerare gli investitori è la loro visibilità pubblica. Essendo soggette a un costante scrutinio da parte di analisti e media finanziari, queste società devono mantenere una reputazione solida per attrarre capitale e preservare il valore delle loro azioni. La distribuzione di dividendi regolari o l'annuncio di programmi di *buyback* vengono percepiti come segnali positivi di stabilità e solidità finanziaria, contribuendo a rafforzare la fiducia degli investitori.

In conclusione, le *public company* italiane, grazie alla loro struttura proprietaria diversificata, agli obblighi normativi e alla pressione competitiva dei mercati finanziari, risultano intrinsecamente più orientate a remunerare i propri investitori rispetto alle società non quotate. Le politiche di dividendi regolari, i programmi di *buyback* e l'obbligo di trasparenza finanziaria non solo soddisfano le aspettative degli azionisti, ma

⁵³ ENI e Intesa Sanpaolo. *Bilanci Annuali 2022*. Pubblicati nei rispettivi siti ufficiali.

contribuiscono anche a promuovere una redistribuzione più equa della ricchezza nel sistema economico italiano.

1.4 Interventi fatti per potenziare il mercato europeo/italiano ed i loro limiti

1.4.1 Vigilanza Comune e Semplificazione della Burocrazia: Impatti su Mercati, Risparmi e Quotazioni

L'introduzione di una vigilanza comune e la semplificazione della burocrazia rappresentano strumenti centrali per rendere i mercati finanziari europei più competitivi e attrattivi. Questi interventi mirano a ridurre i costi amministrativi, promuovere l'efficienza e stimolare nuove quotazioni, affrontando le sfide di un sistema normativo ancora frammentato e complesso. L'approccio europeo, guidato dal Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF) e integrato da regolamenti come il Regolamento (UE) n. 1095/2010, ha creato un quadro normativo più armonizzato che influenza positivamente la stabilità e la competitività dei mercati regolamentati.

La creazione del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF), è stato un passo fondamentale per garantire la supervisione integrata dei mercati finanziari nell'Unione Europea. Tra le istituzioni chiave del SEVIF, l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA) ha il compito di coordinare le autorità nazionali, prevenire rischi sistemici e garantire l'applicazione uniforme delle normative. La vigilanza comune ha migliorato significativamente la trasparenza e la fiducia degli investitori. Ad esempio, il Regolamento (UE) n. 596/2014 sul *market abuse* stabilisce norme uniformi per contrastare pratiche abusive, creando condizioni di parità tra le società quotate. Questa uniformità riduce i rischi di arbitraggio regolamentare, in cui le imprese potrebbero scegliere di quotarsi in paesi con regole meno rigorose, e promuove mercati più attrattivi e sicuri. Dal punto di vista operativo, la vigilanza comune ha un impatto diretto sui costi di compliance delle imprese. In assenza di regole armonizzate, le aziende attive in più giurisdizioni devono affrontare un mosaico di normative nazionali divergenti. L'armonizzazione riduce tali oneri, favorendo la competitività delle imprese e incentivando la permanenza sui mercati regolamentati. Un esempio è l'articolo 17 del suddetto regolamento, che stabilisce obblighi chiari e uniformi per la pubblicazione di informazioni privilegiate.

La semplificazione normativa, parallela alla vigilanza comune, rappresenta un elemento chiave per ridurre i costi associati alla quotazione e alla gestione della conformità normativa. Secondo la Commissione Europea, il costo medio per una PMI di adeguarsi alle normative dei mercati regolamentati supera i 100.000 euro all'anno. Questo dato evidenzia come interventi di semplificazione, quali quelli previsti dal Regolamento (UE) 2017/1129, possano liberare risorse per investimenti strategici e migliorare la competitività delle imprese⁵⁴. Nel contesto italiano, il Testo Unico della Finanza (TUF) ha recepito alcune disposizioni europee, come l'articolo 114-bis sulla trasparenza informativa, che è stato oggetto di progressive semplificazioni per le PMI. Questi interventi si inseriscono nell'ambito degli obiettivi della *Capital Markets Union* (CMU), mirati a creare un mercato unico per il capitale in Europa. La semplificazione degli oneri burocratici è particolarmente rilevante per le imprese di medie dimensioni, che potrebbero altrimenti optare per il *delisting* per evitare costi eccessivi⁵⁵.

La combinazione di vigilanza comune e semplificazione normativa incentiva direttamente le nuove quotazioni. Ostacoli come la complessità normativa, i costi di compliance e la percezione di rigidità del mercato regolamentato sono tra le principali cause che scoraggiano le imprese. Interventi come il Regolamento (UE) 2017/1129 art. 7, che ha introdotto un prospetto semplificato per le PMI, abbassano la soglia di accesso ai mercati regolamentati, rendendo la quotazione più attrattiva. Inoltre, la vigilanza comune gioca un ruolo fondamentale nella prevenzione del *delisting*. Garantendo *standard* uniformi e una supervisione efficace, il quadro europeo riduce i rischi di arbitraggi normativi o di percezioni negative sul funzionamento dei mercati, motivi frequenti per cui le imprese scelgono di abbandonare la borsa. L'armonizzazione normativa aiuta a creare condizioni di maggiore prevedibilità, che rappresentano un incentivo per le società a rimanere quotate. Gli interventi normativi volti alla semplificazione e alla vigilanza comune generano risparmi significativi per le imprese. Secondo stime dell'OCSE, ridurre gli obblighi di *compliance* normativa può abbattere i costi amministrativi fino al 30% per le PMI⁵⁶. Per le società più grandi,

⁵⁴OECD. *Financing SMEs and Entrepreneurs 2024: An OECD Scoreboard*. Paris: OECD Publishing, 2024.

⁵⁵ Capital Markets Union Action Plan, Action Plan on Building a Capital Markets Union. Bruxelles: Commissione Europea, 24 settembre 2020.

⁵⁶ OCSE, *Economic Outlook: Equity Markets and Redistribution*. OECD Publishing, 2023.

l'armonizzazione normativa riduce le spese legali e amministrative, migliorando l'efficienza operativa e rendendo il mercato regolamentato una scelta sostenibile e attrattiva. Questo contesto normativo stabile e prevedibile contrasta efficacemente il *delisting*, offrendo alle imprese un ambiente competitivo e trasparente per crescere. La vigilanza comune e la semplificazione burocratica rappresentano due leve potenti per migliorare l'efficienza e l'attrattività dei mercati finanziari europei e italiani. Tuttavia, la loro efficacia dipende dall'equilibrio tra la riduzione dei costi e il mantenimento di standard elevati di trasparenza e protezione degli investitori. Misure come quelle introdotte dal Regolamento (UE) 2017/1129 e dal Regolamento (UE) n. 596/2014 dimostrano come un approccio normativo equilibrato possa incentivare le imprese a considerare la quotazione come una strada percorribile e vantaggiosa⁵⁷, contribuendo alla crescita e alla competitività del sistema finanziario. Come vedremo nel prossimo paragrafo, le disposizioni nazionali, come quelle introdotte dal DDL Capitali, si inseriscono in questo quadro europeo, adattandolo alle esigenze locali e fornendo ulteriori incentivi specifici, seppur non senza criticità.

1.4.2 La Legge n. 21/2024 (ex DDL Capitali): Un passo verso l'evoluzione del sistema italiano

Il Disegno di Legge (DDL) Capitali, approvato il 27 febbraio 2024 e convertito nella Legge n. 21/2024, introduce una serie di disposizioni mirate a rendere il mercato regolamentato più accessibile e competitivo, riducendo le cause che portano le imprese a scegliere il *delisting*. Attraverso interventi normativi precisi, il DDL modifica e integra diverse leggi esistenti, in particolare il Testo Unico della Finanza (TUF), fornendo incentivi concreti per la quotazione e la permanenza delle imprese sul mercato dei capitali.

Una delle misure più significative è l'innalzamento della soglia di capitalizzazione per definire una PMI, da 500 milioni a 1 miliardo di euro, prevista dall'articolo 2 del DDL. Questa modifica amplia la platea di imprese che possono beneficiare di semplificazioni regolamentari. Ad esempio, le PMI possono accedere a strumenti agevolati di raccolta capitale, come i Piani Individuali di Risparmio (PIR), e usufruire di aliquote ridotte sull'imposta di bollo per le emissioni obbligazionarie. Tali incentivi rendono più

⁵⁷ Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato

vantaggiosa la scelta di entrare nel mercato regolamentato, favorendo l'accesso al capitale e riducendo i costi percepiti della quotazione, scoraggiando così il *delisting*⁵⁸. Inoltre, le PMI quotate su Euronext Growth Milan beneficiano di semplificazioni nei requisiti di *disclosure* previsti dall'articolo 114 del TUF, rafforzando ulteriormente la sostenibilità economica della permanenza sul mercato regolamentato⁵⁹.

Un'altra misura rilevante è la possibilità per il consiglio di amministrazione delle società quotate di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo del *board*, introdotta dall'articolo 4 del DDL, che modifica l'articolo 147-ter del TUF. Tale norma mira a garantire la continuità gestionale e strategica delle imprese, riducendo i rischi associati a cambiamenti improvvisi nella *governance*. Per le imprese quotate, la stabilità gestionale rappresenta un fattore chiave per mantenere la fiducia degli investitori e la competitività sul mercato regolamentato, contrastando indirettamente le motivazioni che spesso spingono verso il *delisting*⁶⁰.

Il DDL interviene anche sugli obblighi di *governance* per le società emittenti strumenti finanziari diffusi (ESFD). L'articolo 6 abroga alcune disposizioni degli articoli 116 e 117 del TUF, semplificando gli adempimenti relativi alla pubblicazione di report trimestrali previsti dall'articolo 114-bis del TUF. Questo intervento normativo, che si inserisce nel contesto più ampio della *Capital Markets Union* (CMU), ha l'obiettivo di alleggerire i costi amministrativi per le società quotate, incentivandole a rimanere sul mercato regolamentato. Riducendo il carico burocratico, queste misure permettono alle imprese di concentrare risorse su investimenti strategici, rafforzando la loro competitività e riducendo i rischi di abbandono del mercato⁶¹.

Infine, l'articolo 8 del DDL modifica l'articolo 29 del Testo Unico Bancario (TUB), raddoppiando il limite di attivo per le banche popolari da 8 a 16 miliardi di euro. Questa modifica offre maggiore flessibilità agli istituti di credito, rafforzandone il ruolo nel finanziamento delle PMI e delle società quotate. Il supporto delle banche popolari alle

⁵⁸ Legge 21/2024, articolo 2; Testo Unico della Finanza (TUF), articolo .

⁵⁹ Legge 21/2024, art. 2; Testo Unico della Finanza (TUF), art. 114.

⁶⁰ Legge 21/2024, articolo 4; Testo Unico della Finanza (TUF), articolo 147-ter.

⁶¹ Legge 21/2024, articolo 6; Testo Unico della Finanza (TUF), articoli 116, 117, e 114-bis.

imprese quotate può rappresentare un elemento determinante per garantire la loro sostenibilità economica e contrastare i rischi di delisting legati a difficoltà finanziarie⁶².

Il DDL Capitali si configura dunque come una riforma organica che affronta direttamente alcune delle principali cause del *delisting*, come i costi di *compliance* e l'instabilità della *governance*. Attraverso interventi mirati come l'ampliamento della definizione di PMI, la semplificazione degli obblighi per le società emittenti e il rafforzamento delle banche popolari, il DDL crea un ecosistema normativo favorevole alla crescita e alla stabilità delle imprese quotate. Queste misure non solo riducono i costi e i vincoli percepiti, ma offrono anche incentivi concreti per la permanenza delle società sul mercato regolamentato. La loro implementazione rappresenta un'opportunità per rafforzare la competitività del sistema finanziario italiano, contrastando efficacemente i fattori che storicamente hanno spinto molte imprese verso il delisting.

1.4.2.2 Analisi Critica del Disegno di Legge Capitali: L'opinione della dottrina

La Legge n. 21/2024 ha suscitato un vivace dibattito dottrinale, con osservazioni divergenti sulle sue potenzialità e sui possibili rischi. Tra i contributi principali emergono analisi che, pur riconoscendo l'intento riformatore della normativa, mettono in evidenza alcune criticità legate all'impatto pratico delle misure introdotte.

Uno dei temi centrali del dibattito riguarda l'innalzamento della soglia di capitalizzazione per definire una PMI, previsto dall'articolo 2 della legge. Come sottolineato da Assonime nella Circolare n. 6/2024, questa modifica amplia significativamente la platea delle imprese che possono beneficiare di regimi agevolati, ma potrebbe diluire l'efficacia degli incentivi per le imprese di dimensioni minori, tradizionalmente svantaggiate nell'accesso al mercato dei capitali. La dottrina sottolinea inoltre la necessità di un monitoraggio costante per valutare l'effettivo impatto di questa misura sull'equilibrio competitivo tra le imprese.

Un altro aspetto controverso riguarda la possibilità per il consiglio di amministrazione di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo, come previsto dall'articolo 4 della legge. In un'analisi pubblicata sulla Rivista di Diritto Bancario, Giuseppe Galluccio evidenzia che, pur garantendo continuità strategica, questa norma potrebbe

⁶² Legge 21/2024, articolo 8; Testo Unico Bancario (TUB), articolo 29.

compromettere la rappresentanza delle minoranze e ridurre il pluralismo nella governance aziendale.⁶³ L'introduzione di questa misura richiede un'applicazione bilanciata per evitare derive autoreferenziali che potrebbero minare la trasparenza e la fiducia degli investitori.

Un contributo critico viene anche da Piergaetano Marchetti, che nel Commentario alla Legge Capitali esamina gli interventi relativi agli obblighi per le società emittenti strumenti finanziari diffusi (ESFD). Marchetti osserva che l'abrogazione di alcune disposizioni sugli obblighi informativi può ridurre il carico amministrativo per le imprese, ma al contempo aumenta il rischio di minore trasparenza, con potenziali implicazioni per la protezione degli investitori.⁶⁴ Questo intervento, sebbene orientato a ridurre i costi di compliance, necessita di un'implementazione che garantisca un bilanciamento tra semplificazione normativa e tutela dei diritti degli azionisti.

Alcune altre criticità possono essere evidenziate, andando a rimarcare l'importanza di un approccio bilanciato tra semplificazione normativa, tutela degli investitori e promozione della trasparenza. Senza adeguate correzioni, alcune delle misure potrebbero avere effetti collaterali non trascurabili, rischiando di compromettere gli obiettivi dichiarati. Passiamo quindi ora a trattare quali sono le criticità di tali misure e di tale Legge.

1.4.2.2 Analisi Critica del Disegno di Legge Capitali: Opportunità e Limiti

Il Disegno di Legge (DDL) Capitali, approvato il 27 febbraio 2024, rappresenta un passo significativo verso il potenziamento del mercato dei capitali italiano. Tuttavia, come ogni intervento normativo complesso, presenta limiti che richiedono un'attenta valutazione per comprendere il reale impatto sul sistema economico e finanziario.

Ampliamento della Definizione di PMI: Opportunità Diluite?

Uno dei cambiamenti più rilevanti riguarda l'innalzamento della soglia di capitalizzazione per definire una PMI, che passa da 500 milioni a 1 miliardo di euro. Questa modifica amplia notevolmente il numero di imprese che possono beneficiare di regimi normativi semplificati, potenzialmente migliorandone l'accesso al mercato dei capitali. Tuttavia, questa scelta rischia di diluire l'impatto delle agevolazioni sulle

⁶³ Giuseppe Galluccio, "Criticità nella Governance delle PMI alla luce della Legge Capitali," *Rivista di Diritto Bancario*, 2024, 45–67.

⁶⁴ Piergaetano Marchetti, *Commentario alla Legge Capitali*, Milano: Pacini Editore, 2024.

piccole imprese, che potrebbero subire una maggiore competizione per risorse e attenzione regolamentare. L'inclusione di società di dimensioni più rilevanti potrebbe ridurre l'efficacia degli incentivi per le realtà che tradizionalmente faticano ad accedere ai mercati finanziari⁶⁵.

La Lista del Consiglio di Amministrazione: Rischio di Autoreferenzialità

Un'altra misura controversa è la possibilità per il consiglio di amministrazione uscente di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo. Questa innovazione, pur volta a garantire continuità gestionale e stabilità, potrebbe compromettere la trasparenza e la rappresentanza delle minoranze. In un contesto dove la governance aziendale deve promuovere pluralismo e responsabilità, questa misura rischia di rafforzare dinamiche autoreferenziali, riducendo la possibilità di rinnovamento e di una governance più partecipativa⁶⁶.

Responsabilità delle Autorità di Vigilanza: Un Doppio Taglio

Il DDL modifica l'articolo 24 della Legge n. 262 del 2005, precisando che le autorità di vigilanza possono essere ritenute responsabili solo in caso di dolo o colpa grave. Questa riforma mira a tutelare le autorità da contenziosi strumentali, ma al contempo aumenta l'onere della prova per gli investitori che subiscono danni. Il rischio è quello di creare un senso di impunità che potrebbe indebolire la fiducia degli operatori nel sistema di vigilanza⁶⁷.

Riduzione degli Obblighi per gli Emittenti di Strumenti Finanziari Diffusi (ESFD)

Un altro aspetto rilevante del DDL è l'abrogazione di alcune disposizioni del Testo Unico della Finanza (TUF) per le società emittenti strumenti finanziari diffusi. Sebbene ciò riduca gli oneri amministrativi, soprattutto per le imprese di dimensioni minori, questa semplificazione potrebbe compromettere la trasparenza e la protezione degli investitori. La mancanza di obblighi informativi potrebbe favorire pratiche opache, aumentando il rischio di comportamenti opportunistici⁶⁸.

⁶⁵ "Capital Markets Union Action Plan," *Action Plan on Building a Capital Markets Union*. Bruxelles:

⁶⁶ Consob, *Rapporto sulla Corporate Governance delle Società Quotate Italiane*. Roma: Consob, 2022

⁶⁷ Cassese, Sabino. *Il Diritto Amministrativo Europeo*. Milano: Giuffrè Editore, 2015

⁶⁸ OECD, *Economic Outlook 2023: Transparency in Financial Markets*. Parigi: OECD Publishing, giugno 2023.

Limiti di Attivo per le Banche Popolari: Una Riforma Incompleta

Il DDL raddoppia il limite di attivo per le banche popolari, portandolo da 8 a 16 miliardi di euro prima che scatti l'obbligo di trasformazione in società per azioni. Sebbene ciò miri a favorire una maggiore flessibilità per gli istituti di credito, potrebbe ritardare la modernizzazione della governance, mantenendo strutture societarie meno trasparenti e meno efficienti rispetto alle loro dimensioni effettive⁶⁹.

⁶⁹ Mediobanca, *Rapporto Annuale sul Sistema Bancario Italiano*. Milano: Mediobanca Research, 2023

Capitolo 2 I Private Equity come players nel mercato pubblico

2.1 Introduzione ai Private Equity

2.1.1 Il Private Equity: Un Attore Chiave del Mercato Finanziario

Oltre al mercato azionario, una fonte di finanziamento cruciale per le imprese è rappresentata dal private equity (PE), costituito da società specializzate che investono acquisendo quote significative di capitale aziendale. Queste società puntano a migliorare le performance delle aziende target per massimizzare il valore delle loro partecipazioni, rivendendole successivamente a un prezzo superiore. Questo modello operativo si fonda sulla capacità dei dirigenti dei PE di dimostrare competenze superiori nella gestione aziendale, spesso realizzando miglioramenti operativi e strategici che giustificano il premio pagato rispetto al valore iniziale dell'acquisizione. Questo concetto si collega al **mercato del controllo societario**, introdotto dai professori Michael Jensen e Richard Ruback negli anni Ottanta⁷⁰. Secondo i due studiosi, tale mercato è "il luogo in cui team di gestione alternativi competono per il diritto di gestire le risorse aziendali", un principio che ancora oggi guida molte delle operazioni di leveraged buyout (LBO) effettuate dai PE.

Negli ultimi decenni, il settore del private equity ha vissuto un'espansione senza precedenti. A livello globale, il valore complessivo degli asset gestiti dai PE è passato da 600 miliardi di dollari nel 2000 a oltre 4,4 trilioni di dollari nel 2020, con una stima di crescita a 9 trilioni entro il 2025. Negli Stati Uniti, il numero di aziende sostenute da PE ha superato quota 8.000, quasi il doppio delle società quotate in borsa (Bloomberg Businessweek, 2020)⁷¹. Questa tendenza non riguarda solo il mercato americano: in Europa, il private equity è diventato un pilastro fondamentale dell'ecosistema finanziario, sostenuto dall'armonizzazione normativa e dall'evoluzione delle regolamentazioni locali. Questi sviluppi hanno consentito ai PE di operare in una gamma sempre più ampia di settori, dalla tecnologia alla sanità, fino al manifatturiero e al retail, riflettendo la diversificazione economica del continente.

⁷⁰ Michael C. Jensen e Richard S. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11, no. 1-4 (1983): 5-50

⁷¹ Bloomberg Businessweek, Private Equity in 2020: Industry Outlook (Bloomberg, 2020).

Le società di private equity operano attraverso un modello strutturato e specializzato, che prevede la raccolta di capitali da investitori istituzionali (fondi pensione, assicurazioni, fondi sovrani) e individui con elevato patrimonio netto. Questi capitali vengono conferiti a fondi di investimento che seguono strategie definite, focalizzate su settori specifici, dimensioni delle aziende target o ambiti geografici. Ogni fondo è in genere strutturato come una partnership limitata: i General Partner (GP), responsabili della gestione e delle decisioni di investimento, assumono una responsabilità illimitata; i Limited Partner (LP), invece, limitano la propria esposizione al capitale conferito e non partecipano alla gestione operativa⁷².

Le principali strutture giuridiche variano a seconda del Paese: si va dalla Limited Partnership anglosassone al FCPR in Francia, fino al Fondo Chiuso italiano. In Italia, i fondi di private equity sono regolamentati dalla normativa sui fondi di investimento alternativi e dalla disciplina CONSOB, che ne garantisce trasparenza e solidità operativa. Questa diversità normativa, sebbene possa rappresentare un ostacolo iniziale per i gestori, permette di adattare le strategie di investimento alle specificità di ciascun mercato⁷³.

Una delle caratteristiche distintive del private equity è il ciclo di vita limitato dei fondi, solitamente pari a dieci anni. Durante il periodo di raccolta fondi, che può durare da sei mesi a un anno, i PE competono per attrarre capitali offrendo condizioni favorevoli, tra cui commissioni competitive e una strategia di investimento chiara e convincente. Una volta raccolto il capitale, i PE selezionano aziende target in base a criteri rigorosi, intervenendo per migliorarne le performance operative, finanziarie e strategiche⁷⁴.

2.1.2 Un Pilastro dell'Economia Europea

In Europa, il private equity ha assunto un ruolo sempre più rilevante nell'economia, contribuendo a colmare il gap di finanziamento delle PMI, spesso escluso dai mercati dei capitali. Le società di PE offrono non solo risorse finanziarie, ma anche competenze manageriali che si traducono in un supporto diretto alle imprese nel migliorare i

⁷² Andrew Metrick e Ayako Yasuda, "The Economics of Private Equity Funds," *Review of Financial Studies* 23, no. 6 (2010): 2303–2341.

⁷³ Igor Filatotchev, "Private Equity Investors, Corporate Governance, and Performance of IPO Firms," *Corporate Governance: An International Review* 20, no. 4 (2012): 303–314.

⁷⁴ Shai Bernstein, Josh Lerner, Morten Sorensen e Per Strömberg, "Private Equity and Industry Performance," *Management Science* 63, no. 4 (2017): 1198–1213.

processi interni, sviluppare strategie di crescita e affrontare i mercati internazionali⁷⁵. Ad esempio, settori come la tecnologia e la sanità hanno beneficiato significativamente degli investimenti PE, con un'attenzione particolare all'innovazione e alla trasformazione digitale.

Questo modello si è dimostrato particolarmente efficace in contesti caratterizzati da una forte frammentazione economica, come quello italiano, dove le PMI costituiscono il cuore pulsante del tessuto produttivo. I fondi di private equity hanno fornito una risposta concreta alle difficoltà di accesso al credito tradizionale, intervenendo con operazioni mirate di crescita, consolidamento e internazionalizzazione⁷⁶.

L'analisi del private equity non si limita a comprenderne i meccanismi operativi, ma consente di apprezzarne l'impatto strategico sul mercato finanziario globale. La capacità dei PE di identificare opportunità, ristrutturare aziende e generare rendimenti significativi li rende una fonte sempre più attrattiva per le imprese, spesso preferita al tradizionale ricorso al mercato azionario⁷⁷. Al di là della dimensione economica, il successo del private equity riflette un'evoluzione nel modo in cui le aziende cercano capitale, evidenziando una crescente preferenza per soluzioni flessibili e personalizzate, capaci di offrire non solo risorse, ma anche competenze e network di valore.

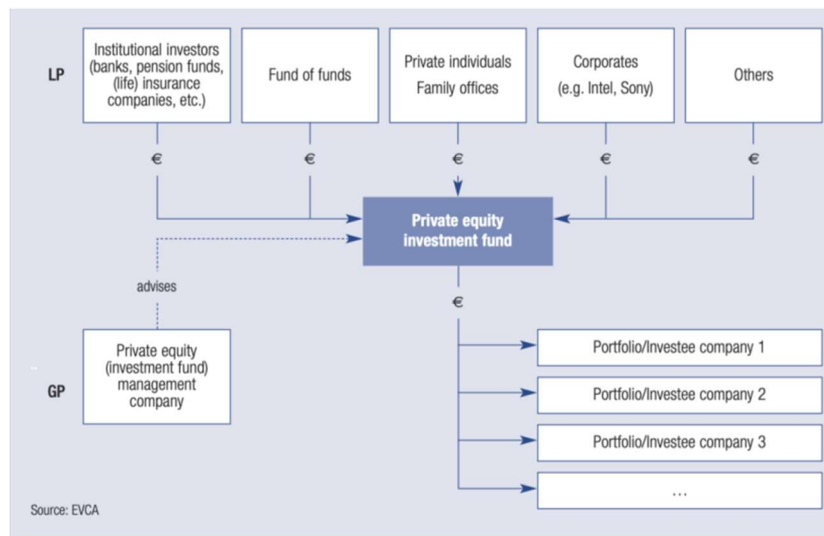
Questa analisi permette di contestualizzare il private equity come un attore cruciale nella ristrutturazione aziendale, nella promozione dell'innovazione e nella creazione di valore per gli stakeholder, sottolineando il suo ruolo come ponte tra capitali privati e crescita sostenibile.

⁷⁵ Marco Pagano, Fabio Panetta e Luigi Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis," *Journal of Finance* 53, no. 1 (1998): 27–64.

⁷⁶ Andras Marosi e Nadia Massoud, "Why Do Firms Go Dark?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, no. 2 (2007): 421–442.

⁷⁷ Steven N. Kaplan e Mark M. Klebanov, "Which CEO Characteristics and Abilities Matter?" *Journal of Finance* 67, no. 3 (2012): 973–1007.

Figura 4 Modello di business del private equity



2.1.3 Forme di Remunerazione

Il private equity, come molte altre strategie del mercato privato, adotta un approccio di gestione attiva. Ciò significa che quando la performance è forte, gli investitori potrebbero trovarsi a pagare commissioni più elevate rispetto alle strategie passive dei fondi comuni. Nel caso dei fondi comuni, agli investitori viene addebitata una commissione annuale basata sul valore patrimoniale totale, indipendentemente dall'andamento dell'investimento. Le commissioni dei fondi di private equity, invece, sono legate alla performance del fondo: se il fondo non raggiunge gli obiettivi di rendimento prefissati, gli investitori pagano commissioni più basse, mentre quando il fondo ottiene buoni risultati, finiscono per pagare commissioni più elevate⁷⁸. Questa dinamica può rendere l'investimento in private equity molto diverso da quello in fondi comuni. La tariffazione dei servizi di gestione dei fondi di private equity è specificamente adattata al settore. In particolare, nel modello anglosassone, le commissioni sono applicate dalla società di gestione del fondo e dai GP sulla base dei diritti e degli obblighi associati alla loro classe di quote del fondo.

Tali commissioni vengono rimosse non solo dai Limited Partner (LP) ma anche, ove applicabile (in particolare per i fondi di Leveraged Buyout), dalle società target, ad

⁷⁸ Andras Marosi e Nadia Massoud, "Why Do Firms Go Dark?" Journal of Financial and Quantitative Analysis 42, no. 2 (2007): 421–442.

esempio per i servizi di monitoraggio. In genere sono composte da componenti fisse e variabili:

Management Fees: costituiscono la maggior parte delle entrate fisse, rimosse per tutta la durata del fondo, e sono spesso determinate da un tasso fisso del 2% annuo. Di solito si basano sul capitale impegnato durante il periodo di investimento (ad esempio, i primi cinque anni) e poi sul valore patrimoniale netto (NAV) o sugli importi investiti durante il periodo di disinvestimento (ad esempio, i cinque anni successivi). Su una durata di 10 anni, questi costi possono rappresentare più del 20% del capitale investito. Esistono tuttavia delle variazioni, come i tassi decrescenti che possono diminuire dopo il periodo di investimento (ad esempio, di 25 punti base dopo cinque anni) e le variazioni della base dal capitale impegnato al capitale netto investito dopo il periodo di investimento originale⁷⁹. Uno studio di Metrick e Yasuda (2010) ha documentato commissioni fisse mediane del 12% per i fondi di PE e del 17,75% per i fondi di venture capital, con una bassa dispersione intorno alla mediana. In pratica, almeno in Europa, i gettoni di presenza ricevuti dalle società di investimento target sono in genere dedotti dalle commissioni di gestione dei fondi in questione⁸⁰.

Il **carried interest** remunera le performance positive del fondo e costituisce la maggior parte delle commissioni variabili. In genere è ciò che determina un “commitment” da parte dei team di gestione nel fondo, allineando i loro interessi a quelli degli investitori. Il livello di carried interest dipende da diversi criteri: la base di calcolo (ad esempio, il valore di dismissione cumulativo degli investimenti del fondo meno il capitale impegnato), il tasso applicato (il 20% è il valore standard), il livello minimo di performance (hurdle rate) richiesto per riscuotere queste commissioni, la potenziale ripartizione della riscossione delle commissioni nel tempo secondo un calendario o una cadenza fissa⁸¹. Gli interessi fittizi vengono generalmente addebitati solo dopo che gli LP hanno recuperato tutto il capitale impegnato e raggiunto l'hurdle rate, secondo un programma contrattuale (waterfall) che specifica l'ordine di priorità delle distribuzioni tra i gestori dei fondi e gli LP, con una soglia di sovraperformance dell'investimento

⁷⁹ Juliane Begenau e Emil Siriwardane, “How Do Private Equity Fees Vary Across Public Pensions?” *Journal of Financial Economics* 143, no. 3 (2022): 1199–1224.

⁸⁰ □ Andrew Metrick e Ayako Yasuda, “The Economics of Private Equity Funds,” *Review of Financial Studies* 23, no. 6 (2010): 2303–2341.

⁸¹ Ludovic Phalippou e Oliver Gottschalg, “The Performance of Private Equity Funds,” *Review of Financial Studies* 22, no. 4 (2009): 1747–1776.

prevista intorno all'8%. Le disposizioni contrattuali possono consentire la riscossione anticipata delle commissioni, (come nel caso di alcuni fondi di venture capital statunitensi), e possono includere disposizioni di recupero in caso di successiva sottoperformance del fondo.

Quando un fondo di private equity acquista o vende azioni di una società target, può fatturare le **transaction fees** per il servizio di intermediazione reso, in genere comprese tra l'1% e il 2% del valore della transazione, a copertura delle commissioni di sottoscrizione e di accordo. Questi costi sono spesso sostenuti esclusivamente dagli LP, ma possono anche essere condivisi con i GP secondo una ripartizione prestabilita (ad esempio, 50/50)⁸².

Le **monitoring fees** possono poi essere addebitate alle società in portafoglio (in genere dall'1% al 5% dell'EBITDA annuo); queste commissioni remunerano la gestione delle società da parte del fondo e incidono indirettamente sugli LP riducendo la performance degli investimenti del fondo.

Le commissioni hanno un impatto diretto sui rendimenti netti per gli investitori, in quanto possono incidere significativamente sul risultato complessivo dell'investimento. Begenau e Siriwardane (2022) hanno osservato che, mentre i fondi di venture capital statunitensi sono molto richiesti e presentano minori fluttuazioni dei prezzi rispetto ai fondi di private equity, le differenze sostanziali nelle commissioni applicate ai fondi pensione pubblici statunitensi indicano che i livelli delle commissioni dipendono fortemente dal potere contrattuale degli investitori, offrendo agli sponsor una notevole discrezionalità nella determinazione dei prezzi⁸³.

2.1.4 Strategie di acquisizione

Una volta conclusa la raccolta di fondi, il fondo di private equity si è assicurato il capitale comunemente definito “dry powder” per effettuare investimenti in potenziali società target. Durante questa fase, chiamata anche deal sourcing, i fondi esaminano un'ampia gamma di società potenzialmente adatte alle loro strategie di investimento, valutando criteri quali la performance finanziaria, il modello aziendale, il potenziale di

⁸² Ludovic Phalippou, *Private Equity Laid Bare* (Oxford: Oxford University Press, 2021).

⁸³ Juliane Begenau e Emil Siriwardane, “How Do Private Equity Fees Vary Across Public Pensions?” *Journal of Financial Economics* 143, no. 3 (2022): 1199–1224.

crescita e la capacità di generare valore a lungo termine⁸⁴. Gli sponsor e/o i gestori di solito investono insieme agli investitori del fondo. Le società partecipate possono essere aziende mature o più giovani (solitamente focalizzate su innovazioni tecnologiche o settori di nicchia). Ad essere coperti sono comunque tutti i settori della nostra vita quotidiana: dalla salute a tutti i tipi di aziende industriali, dalla tecnologia all'agricoltura, dall'alimentazione all'energia, dalle comunicazioni ai trasporti. Se ci si concentra sui primi momenti del ciclo di vita di un'impresa, le società di private equity possono impegnarsi in finanziamenti seed-stage o in investimenti di venture capital. In questi momenti il capitale viene utilizzato principalmente per la ricerca e lo sviluppo del prodotto e per la formazione del personale, soprattutto nei settori tecnologici come l'elettronica, l'informatica, le scienze della vita o le biotecnologie⁸⁵. Recenti osservazioni confermano che le società di private equity hanno mostrato una tendenza a sovrappesare settori innovativi come la tecnologia e la sanità/biotecnologia. Il rischio di fallimento per queste aziende è elevato in confronto ai valori di fallimento medi, a causa delle incertezze associate all'accettazione da parte del mercato e l'effettiva validità dei prodotti offerti. Questo rischio è però bilanciato dall'alta redditività e dagli alti costi di rivendita che caratterizzano le partecipazioni in tali settori.

Gli investitori di private equity devono essere rigorosi nella scelta dei progetti; pertanto, partecipano attivamente alle operazioni degli obiettivi, fornendo non solo capitale ma anche competenze, guida e accesso alle reti per aiutare queste giovani aziende a crescere⁸⁶. Un numero minore di fondi rimane puramente generalista, vale a dire privo di specializzazione settoriale o di tipo di business. La maggior parte dei fondi di private equity ha scelto di specializzarsi in specifici settori industriali, servizi e aziende in particolari fasi di sviluppo, di una certa dimensione o all'interno di una specifica area geografica (regionale, nazionale o altrimenti indicata). Ciò rende anche più efficiente la specializzazione e formazione dei professionisti che operano all'interno dei fondi, aumentando la capacità di generare scommesse vincenti o, di renderle tali attraverso la partecipazione nella vita aziendale delle aziende target. Quando l'obiettivo è un'azienda

⁸⁴ Craig Doidge, G. Andrew Karolyi e René M. Stulz, "The U.S. Listing Gap," *Journal of Financial Economics* 123, no. 3 (2015): 464–487.

⁸⁵ Vojislav Maksimovic e Pegaret Pichler, "Technological Innovation and Optimal IPO Timing," *Journal of Financial Economics* 62, no. 1 (2001): 175–198.

⁸⁶ "M&A, grande rimonta del mercato in Italia nel 2024 con 73 mld euro di controvalore (+91%), distribuito su 1.369 deal (+8%). Lo calcola KPMG," 7 gennaio 2025.

che ha superato la fase di avvio, che si avvicina o ha raggiunto il break-even point, le aspettative delle società di PE nei confronti del loro investimento cambiano. Sebbene la crescita rimanga un obiettivo fondamentale, le società di private equity pongono maggiore enfasi sul raggiungimento di una crescita sostenibile, equilibrata e scalabile⁸⁷. Mirano a espandere l'azienda in modo da massimizzare il valore a lungo termine senza sacrificare la redditività o la stabilità. In questa fase, le società di private equity danno la priorità al miglioramento delle prestazioni finanziarie dell'azienda target, con particolare attenzione alla redditività e ai flussi di cassa positivi. Possono collaborare con il management per ottimizzare le strutture dei costi, migliorare i flussi di ricavi e aumentare l'efficienza operativa per ottenere risultati di bilancio. Le aziende più mature possono incorrere in altri rischi, come il ridimensionamento delle operazioni, la concorrenza, la saturazione del mercato o la recessione economica.

Passando ai metodi di acquisizione che i PE utilizzano, uno dei più celebri è certamente il Leverage Buy-out. Se è vero che gli investitori di private equity possono fornire finanziamenti per la crescita in cambio di una partecipazione di minoranza nell'azienda, con i buyout vi è un cambiamento nella proprietà dell'azienda attraverso l'assunzione da parte dell'investitore di private equity di una partecipazione di maggioranza e del controllo manageriale. Le società di private equity sono note per la loro abilità nel realizzare operazioni di leveraged buyout (LBO), in cui acquistano le aziende utilizzando un mix di denaro proprio e di molti fondi presi a prestito⁸⁸. I leveraged buyout sono un tipo specifico di acquisizione in cui queste ultime sono finanziate principalmente tramite prestiti, spesso utilizzando le attività della società target come garanzia per i prestiti, e comportano una complessa ingegneria finanziaria ai fini dell'ottimizzazione fiscale, legale e normativa. Questa strategia consente alla società di PE di ottenere il controllo con un investimento azionario relativamente ridotto. L'obiettivo è migliorare le prestazioni e il valore dell'azienda, utilizzando l'aumento del flusso di cassa per rimborsare il debito, puntando infine a un'uscita redditizia attraverso una vendita o un'offerta pubblica⁸⁹. Il rendimento lordo del fondo si basa sulla capacità

⁸⁷ La ripresa del Mercato M&A in Italia nel 2024," *IMI Intesa Sanpaolo*, 18 dicembre 2024

⁸⁸ Steven N. Kaplan e Per Strömberg, "Leveraged Buyouts and Private Equity," *Journal of Economic Perspectives* 23, no. 1 (2009): 121–146.

⁸⁹ Edith S. Hotchkiss, Per Strömberg, e David C. Smith, "Private Equity and the Resolution of Financial Distress," *Review of Corporate Finance Studies* 10, no. 4 (2021): 694–739.

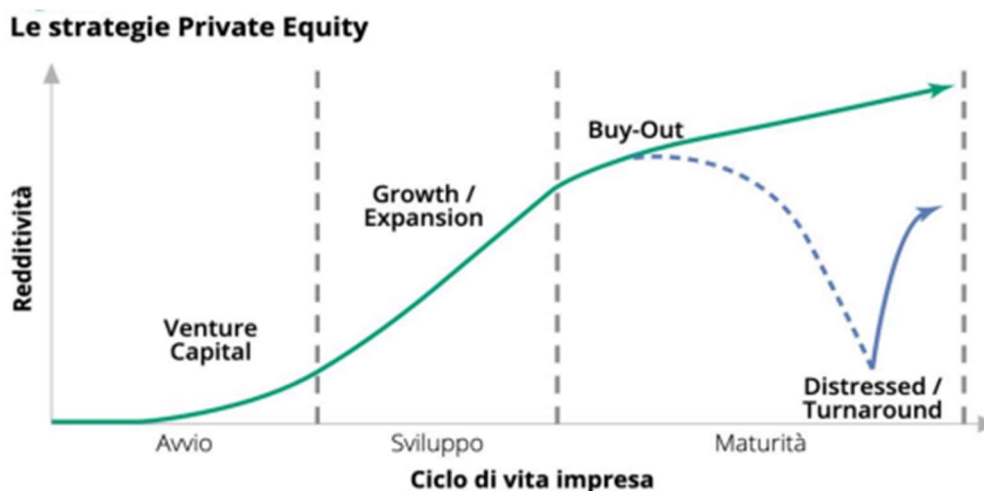
del gestore di influenzare la gestione delle società target e sull'esposizione degli investimenti alla leva finanziaria; se da un lato queste operazioni possono offrire rendimenti elevati, dall'altro comportano rischi sostanziali a causa dell'elevata leva finanziaria. Esistono anche società di private equity specializzate in investimenti distressed, che cercano attivamente società che si trovano in difficoltà finanziarie. Queste situazioni possono includere fallimento, insolvenza o gravi difficoltà finanziarie. L'obiettivo di questa strategia è quello di acquisire queste entità in difficoltà a uno sconto significativo, ristrutturarle o trasformarle e infine venderle con un profitto⁹⁰. L'entità dell'investimento di private equity è legata allo stadio di sviluppo dell'azienda e alle condizioni del mercato del debito. Gli investitori di private equity spesso detengono una quota sostanziale in aziende molto giovani perché forniscono capitali che è molto difficile raccogliere da fonti tradizionali (come le banche) e perché sono fortemente coinvolti nella creazione dell'operazione. Le aziende molto giovani hanno bisogno di grande assistenza perché il capo dell'azienda deve dividere il suo tempo tra lo sviluppo del prodotto e la gestione più generale. In questo caso, il sostegno degli investitori di private equity è molto importante. Tuttavia, gli importi investiti sono inferiori rispetto alle fasi di sviluppo o successive.

Durante i buyout, gli investitori di private equity sono spesso azionisti di maggioranza delle società. Tuttavia, possono essere azionisti di minoranza durante la fase di sviluppo se l'azienda è già attiva e sta cercando capitali per “completare” il suo sviluppo. Tuttavia, a prescindere dall'entità della partecipazione iniziale, gli accordi spesso consentono di restituire il capitale ai dirigenti o agli imprenditori della società partecipata una volta raggiunti determinati obiettivi⁹¹. In questo modo, l'investitore di private equity può passare dall'essere un azionista di maggioranza a detenere una quota di minoranza.

⁹⁰ Ludovic Phalippou, *Private Equity Laid Bare* (Oxford: Oxford University Press, 2021).

⁹¹ Kaplan, Steven N., and Per Strömberg. “Leveraged Buyouts and Private Equity.” *Journal of Economic Perspectives* 23, no. 1 (2009): 121–146.

Figura 5 Strategie dei Private Equity



Fonte: Prometeia

2.1.5 Strategie di private equity lungo il ciclo di vita dell'azienda

Infine, al termine dell'orizzonte di investimento o al raggiungimento di determinati obiettivi, le società di private equity devono incassare il valore realizzato durante il periodo di detenzione di una società in portafoglio. Questa fase non solo segna il culmine del ciclo di vita dell'investimento, ma è anche un fattore determinante per il successo e la redditività complessiva di un investimento di private equity. L'uscita dagli investimenti delle società in portafoglio è una delle scelte più critiche che i fondi di private equity si trovano ad affrontare, ma la scelta dei tempi nelle decisioni di uscita o sulla scelta del percorso di uscita variano enormemente da investimento ad investimento. I gestori di fondi hanno a disposizione diverse strategie di uscita, tra cui la vendita commerciale, ossia la vendita della società a un'altra società di private equity, o un'acquisizione secondaria per una società in portafoglio di medie o grandi dimensioni⁹². Un'altra modalità di uscita è l'offerta pubblica iniziale (IPO), che si appella al mercato pubblico ed era, tradizionalmente, la via regolare attraverso il ruolo del Private Equity si esauriva. Una strategia di uscita più recente prevede che la società in portafoglio paghi un dividendo privilegiato al fondo di private equity per rimborsare l'importo inizialmente investito⁹³. Questa strategia è nota anche come ricapitalizzazione dei dividendi, talvolta finanziata con un debito aggiuntivo. Le ricerche precedenti

⁹² "Strategie di uscita nel private equity," M&C Partners, 2024

⁹³ Le strategie di posizionamento dei fondi di private equity in Italia," Bernoni Grant Thornton, settembre 2024

tendevano a concentrarsi sull'IPO come via di uscita (Lerner, 1994, Murray, 1994, Barry et al., 1990, Giot e Schwienbacher, 2007). Tuttavia, le IPO sono relativamente poco frequenti, mentre la maggior parte delle uscite di private equity è costituita da vendite commerciali o secondarie⁹⁴ (il che ci riporta al focus della nostra tesi). Quando si esce da un investimento, l'importo recuperato viene tipicamente ridistribuito ai fornitori di capitale piuttosto che reinvestito. Gli investitori istituzionali sono i primi a ricevere la loro quota di profitto come compenso per aver impegnato il loro capitale durante il periodo di investimento. L'eventuale eccedenza di profitto rispetto al cosiddetto hurdle rate, ossia il tasso di rendimento minimo che un investimento deve raggiungere per essere considerato accettabile, viene suddivisa tra i gestori del fondo e gli altri investitori. Dopo un periodo di dieci anni, che a volte può essere esteso a dodici, tutti gli investimenti del portafoglio devono essere dismessi e il fondo di investimento deve essere liquidato.

2.2 Trends e Congiunture Economiche

Per analizzare con precisione l'operato dei Private Equity e il loro impatto su un determinato mercato, nel nostro caso quello pubblico, è utile andare a recuperare, raccogliere e contestualizzare alcuni dati sui trend che hanno guidato le operazioni dei PE in Italia negli ultimi 20 anni ed andarli a contestualizzare con l'andamento macroeconomico generale del periodo⁹⁵. In questo modo potremo spingerci, nei prossimi capitoli, a teorizzare una soluzione per quei problemi che, già nel capitolo 1 abbiamo analizzato, e che rendono la Borsa Italiana un luogo poco attrattivo per far proliferare le imprese portanti della nostra economia.

Per effettuare tale discussione ci siamo serviti dell'ausilio di **LSEG Data & Analytics**, ex **Refinitiv**, un fornitore globale americano-britannico di dati e infrastrutture per i mercati finanziari.

⁹⁴ Moonfare, Daniel Weiss e Thomas Müller. *Strategie di investimento in private equity*. Berlino: Moonfare Research, 2024.

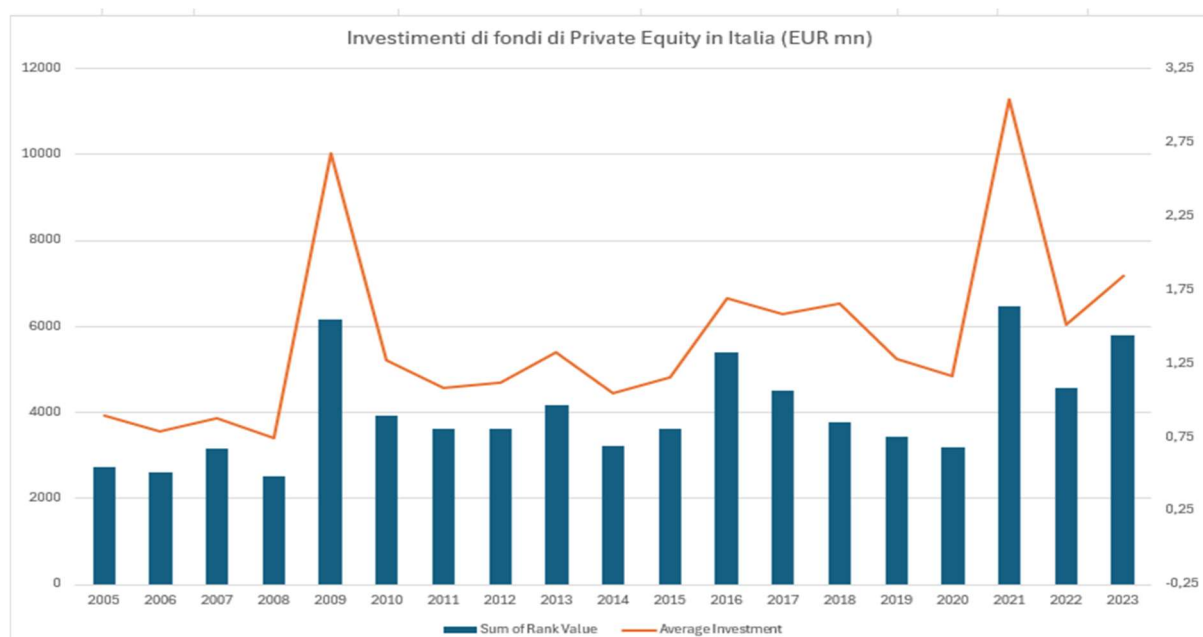
⁹⁵ PwC Italia, *The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy*, 2023

2.2.1 Evoluzione di investimento in denaro dei PE:

In primis riteniamo utile dare una panoramica dell'esposizione finanziaria globale dei Private Equity in Italia⁹⁶, analizzando come questi si siano evoluti dal 2005 ad oggi.

Nel grafico sottostante abbiamo la possibilità di osservare sia come la media annua di investimento in milioni di dollari sia più che quadruplicata nel corso di 20 anni, con un tasso di crescita annuo medio del 19%, facendo assumere ai player di PE un ruolo sempre più fondamentale nel panorama di fusioni ed acquisizioni dello stivale⁹⁷. Inoltre, è possibile desumere come i PE abbiano effettuato un i loro maggiori investimenti assoluti negli anni contrassegnati da crisi economica, in cui la loro proverbiale liquidità, combinata al calo della liquidità e gli eventuali problemi di finanziamento delle imprese in caso di recessione economica, hanno portato a grosse transazioni nel mercato italiano

Figura 6 Investimenti in fondi di Private Equity in italia



Fonte AIFI

I picchi si registrano rispettivamente nel 2009 (anno di arrivo in Europa della Grande Recessione Americana) e nel 2021 (nell'apice della Crisi da Covid 19, in cui il

⁹⁶ Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI), Rapporto annuale sul mercato del Private Equity in Italia, 2024,

⁹⁷ Banca d'Italia, Private Equity e crisi economiche: il ruolo degli investitori istituzionali in Italia, Occasional Papers, 2024

rallentamento strutturale dell'economia, indotto dai lockdown, aveva azzerato la profittabilità di numerosissime imprese).

2.2.2 Exit dalle Imprese da parte dei PE:

Figura 7: Rendimento di un fondo di Private Equity



Fonte: *Private Equity Targets: Strategies for Growth, Market Barriers and Policy Implications*

Il seguente è un esempio semplificato, fornito dal Professor Francesco Baldi nella sua Opera, di come si costruisce il rendimento di un fondo di Private Equity per la smobilitazione di un suo asset. Questo schema mostra come vengono suddivisi i guadagni in un fondo di PE, evidenziando il meccanismo della hurdle rate e del carried interest. Un fondo PE raccoglie capitale dagli investitori, impegnandosi a far crescere il valore delle aziende acquisite per poi rivenderle e distribuire i proventi. Tuttavia, affinché i gestori del fondo possano trattenere una percentuale dei profitti (carry), devono prima superare un rendimento minimo garantito, chiamato hurdle rate (in questo caso, 8%).

Una volta superata questa soglia, i guadagni eccedenti vengono divisi tra gli investitori e la società di gestione del PE, con il 20% del profitto destinato al fondo PE stesso. Questo incentivo è strutturato in modo da allineare gli interessi dei gestori con quelli degli investitori: più il fondo genera valore, più il gestore può guadagnare dalla sua quota di carry. Nel grafico si vede chiaramente che, con un ritorno totale di 130 milioni, il fondo riesce a distribuire 24 milioni agli investitori e 6 milioni al PE firm, dimostrando il peso della struttura di incentivazione.

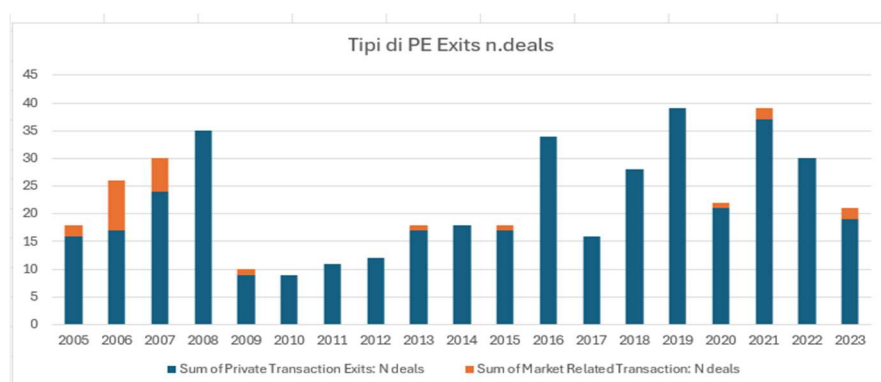
Un aspetto chiave è che i fondi puntano a massimizzare i rendimenti oltre la hurdle rate, spesso attraverso strategie di leverage, miglioramento della governance e crescita accelerata della società target. L'indicazione finale del 24% come "3x hurdle rate"

significa che il rendimento ottenuto è stato tre volte superiore al minimo richiesto, il che conferma il successo dell'operazione e giustifica la quota di carry prelevata dal PE firm⁹⁸.

Argomento di rilievo è come i PE decidano di uscire dalla proprietà delle imprese in cui investono. Abbiamo quindi raccolto i dati delle exit effettuate dai player sul mercato italiano che sono state effettuate sul mercato pubblico e quelle che invece vanno costituire le transazioni sul mercato privato (e dunque verso altri PE e buyer strategici che puntano a mantenere le società non quotate).

Nei primi tre anni di osservazioni possiamo vedere come la quotazione rappresentasse una opzione abbastanza consistente per le strategie di uscita dei fondi. Con la Crisi del 2008 non solo i valori assoluti delle exit sono risultati in calo, in linea con una carenza di liquidità ed un calo delle valutazioni che rendeva sconveniente la vendita delle ownerships (con una ripresa robusta solo a partire dal triennio 2016-2018), ma anche il valore delle exit tramite quotazione si è pressoché azzerato. Questo fa evincere come una volta che i PE entrano nella vita di una azienda, difficilmente questa vedrà nel medio periodo l'entrata nel mercato borsistico. I numeri assoluti riflettono perfettamente tale analisi: per diciassette exit attraverso mercato borsistico nel triennio 2005-2007 (a fronte di 57 operazioni totali), che rappresentano il 29.7% del totale, ne abbiamo solamente otto per tutti i 17 anni successivi (su ben 352 operazioni), il 2.2% del totale⁹⁹.

Figura 8 Numero di deal per tipologia di exit



⁹⁸ Francesco Baldi, *Private Equity Targets: Strategies for Growth, Market Barriers and Policy Implications* Springer, 2012

⁹⁹ Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI), *Rapporto annuale 2024: Analisi delle operazioni di disinvestimento nel mercato italiano*, Milano: AIFI, 2024.

2.3 Ristrutturazione aziendale: Il Ruolo dei Private Equity

Il delisting costituisce una scelta strategica spesso imprescindibile per le imprese che si trovano a fronteggiare condizioni finanziarie critiche. Molte di queste aziende operano con una leva finanziaria eccessiva, che, combinata alla pressione dei mercati pubblici e agli obblighi di trasparenza richiesti dalla quotazione, finisce per compromettere la loro capacità di pianificare e attuare strategie di lungo termine. L'ambiente regolamentare, con i suoi stringenti requisiti di disclosure e governance, rappresenta un ulteriore vincolo, spingendo numerose imprese a valutare l'uscita dal mercato azionario come un'opportunità per riposizionarsi in un contesto operativo più discreto e flessibile¹⁰⁰.

In queste circostanze, l'intervento di attori esterni con competenze finanziarie e manageriali diviene essenziale. I partner finanziari esperti nella gestione di situazioni complesse, come quelle caratterizzate da elevati livelli di indebitamento, svolgono un ruolo determinante nel superare le criticità strutturali e facilitare il rilancio aziendale. La capacità di fornire capitale fresco è il primo passo per riequilibrare bilanci compromessi. Tuttavia, questo capitale non basta: occorre integrarlo con una strategia articolata, capace di affrontare le cause profonde del sovraindebitamento, ridefinendo non solo le scadenze e i costi del debito, ma anche i processi operativi e gestionali. È questa combinazione di azioni che permette alle imprese di trasformarsi, generando non solo stabilità economica, ma anche efficienza operativa e competitività sostenibile¹⁰¹.

La sinergia tra capitale e competenze manageriali rappresenta un elemento cardine nel processo di trasformazione. Le operazioni di miglioramento della governance, spesso orchestrate con grande precisione dai nuovi investitori, implicano interventi decisi: la riorganizzazione del consiglio di amministrazione, la definizione di priorità strategiche e l'implementazione di strumenti di controllo finanziario più efficaci. Questi cambiamenti non si limitano a stabilizzare l'azienda nel breve termine, ma la preparano per affrontare in modo sostenibile il mercato e cogliere opportunità di crescita futura¹⁰².

¹⁰⁰ Vincenzo Capizzi, Stefano Caselli, Renato Giovannini e Valerio Pesic, "Il contributo del private equity nei processi di crescita e ristrutturazione: quali evidenze dai casi di delisting," *Bancaria*, 2012, pp. 29-45.

¹⁰¹ Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI), "Rapporto annuale 2024: Analisi delle operazioni di disinvestimento nel mercato italiano," Milano: AIFI, 2024.

¹⁰² Marco Rossi, "Le dinamiche delle exit nel private equity italiano post-crisi," *Rivista di Economia e Finanza*, vol. 58, n. 3 (2015): 45-67.

Un ulteriore pilastro del successo post-delisting risiede nell'applicazione di tecniche di ristrutturazione finanziaria avanzate. Il refinancing, ad esempio, consente di ottenere condizioni di credito più favorevoli, mentre il debt-to-equity swap riduce l'esposizione debitoria convertendo parte delle passività in capitale proprio. Questi interventi, se eseguiti con precisione, non solo migliorano la solidità patrimoniale dell'azienda, ma accrescono anche la fiducia dei creditori e rafforzano le relazioni con partner strategici¹⁰³.

Infine, la sostenibilità finanziaria a lungo termine dipende dalla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa positivi e regolari. Per raggiungere questo obiettivo, è indispensabile andare oltre il semplice riequilibrio finanziario, potenziando le attività operative, esplorando nuovi mercati e ridefinendo i modelli di business. Il delisting, eliminando le pressioni di breve termine legate alla quotazione, offre alle aziende lo spazio necessario per concentrarsi su queste priorità strategiche e costruire le basi per un futuro più solido

2.3.1 Le Strategie dei Private Equity per la Ristrutturazione delle Aziende Delistate

Figura 9: Matrice di un investimento di un Private Equity

	LBO/MBO	MBI	Expansion	Replacement	Turnaround
Buy & Build	Portfolio Company A		Portfolio Company B		
International & Domestic Development		Portfolio Company E		Portfolio Company C	Portfolio Company D
Family Succession					

Fonte: Private Equity Targets: Strategies for Growth, Market Barriers and Policy Implications

Questa matrice categorizza le strategie di investimento dei fondi di Private Equity in base a diverse tipologie di operazioni, come Buy & Build, Expansion, Replacement e Turnaround. Le aziende target vengono posizionate in base al loro settore di appartenenza e alla motivazione strategica dell'investimento. Ad esempio, alcune aziende vengono acquisite per espandersi in nuovi mercati, mentre altre sono soggette a operazioni di ristrutturazione o successione familiare. Questo schema è utile per

¹⁰³James Chen, "What Is a Debt/Equity Swap? How It Works and Who Benefits," Investopedia, 30 giugno 2021,

comprendere le scelte strategiche dei fondi in base al contesto economico e finanziario delle aziende.¹⁰⁴

2.3.1.1 Ristrutturazione del Debito

In Italia, il ricorso alla ristrutturazione del debito da parte dei Private Equity è particolarmente significativo a causa della struttura economica del Paese, dominata da PMI con un forte utilizzo di leva finanziaria. Queste imprese, spesso penalizzate dalla scarsa diversificazione delle fonti di finanziamento, si trovano a fronteggiare condizioni di indebitamento insostenibili, soprattutto in momenti di crisi economica o settoriale.

I Private Equity, intervenendo con strategie di refinancing o con operazioni di debt-to-equity swap, riescono a fornire un sollievo immediato alle tensioni di liquidità, migliorando la solidità patrimoniale e riducendo il rischio di insolvenza. Tuttavia, il contesto italiano presenta sfide peculiari: i creditori, spesso rappresentati da banche locali, tendono a mostrare resistenza verso queste operazioni, sia per la loro natura complessa sia per il timore di svalutazioni dei crediti in portafoglio. Questo rende il ruolo dei PE ancora più centrale, poiché grazie alla loro capacità negoziale e alla visione strategica, possono mediare tra le esigenze delle imprese e quelle delle istituzioni finanziarie, creando valore per entrambe le parti¹⁰⁵.

2.3.1.2 Ottimizzazione Operativa

L'ottimizzazione operativa rappresenta un punto di forza dell'intervento dei Private Equity, ma nel contesto italiano si scontra con alcune specificità. Molte aziende, soprattutto le PMI, presentano strutture organizzative poco flessibili e sistemi produttivi che non hanno subito aggiornamenti significativi negli anni. La mancanza di investimenti in innovazione, unita a una gestione spesso familiare, rende l'implementazione di strategie di efficientamento una sfida complessa.

I PE, intervenendo con un approccio orientato all'efficienza, affrontano questi problemi attraverso una revisione dettagliata delle spese e dei processi. In Italia, ciò può tradursi in un focus sulla razionalizzazione delle filiere produttive, spesso caratterizzate da una rete di fornitori locali frammentata, o su interventi che aumentino la competitività

¹⁰⁴ Francesco Baldi, *Private Equity Targets: Strategies for Growth, Market Barriers and Policy Implications* (Springer, 2012)

¹⁰⁵ "Le strategie di posizionamento dei fondi di Private Equity in Italia," Bernoni Grant Thornton, settembre 2024

internazionale delle imprese. Tuttavia, il successo di queste operazioni dipende dalla capacità di bilanciare la necessità di cambiamento con la tutela del know-how locale e delle relazioni consolidate con stakeholder territoriali. Questo aspetto richiede una gestione delicata, poiché interventi troppo drastici potrebbero alienare le risorse umane e danneggiare il patrimonio reputazionale delle imprese.

2.3.1.3 Rafforzamento della Governance

In Italia, il miglioramento della governance aziendale è uno degli aspetti più complessi e strategici per i Private Equity. Le imprese italiane delistate presentano spesso modelli di gestione tradizionali, con una forte centralizzazione delle decisioni e una scarsa attenzione alla trasparenza. L'intervento dei PE in questo ambito si traduce nell'introduzione di sistemi di controllo più rigorosi e nella nomina di manager esperti con competenze specifiche, capaci di gestire processi di turnaround.

Tuttavia, una delle principali sfide nel mercato italiano è legata alla resistenza culturale al cambiamento. La governance familiare, prevalente in molte PMI, è spesso reticente ad accettare l'ingresso di figure esterne nella gestione operativa. I PE, in questo caso, devono operare con grande sensibilità per garantire un passaggio di consegne che rispetti la storia aziendale, ma al contempo introduca un approccio gestionale più moderno e meritocratico. Questo aspetto è particolarmente rilevante in un contesto come quello italiano, dove il capitale umano rappresenta un asset cruciale per la crescita delle imprese¹⁰⁶.

2.3.1.4 Capacità di Generare Flussi di Cassa Positivi

La capacità di generare flussi di cassa positivi è il risultato finale e il vero banco di prova delle operazioni dei Private Equity in Italia. La sostenibilità finanziaria delle aziende delistate dipende infatti dalla loro capacità di mantenere un equilibrio tra riduzione dei costi e investimenti per la crescita. Nel mercato italiano, questo compito è particolarmente complesso, poiché molte imprese operano in settori tradizionali a basso margine, dove la pressione competitiva globale si combina con rigidità operative e normative.

¹⁰⁶ "Cos'è e cosa fa un fondo di Private Equity," 24ORE Business School, 23 maggio 2023,

Per i PE, la sfida non è solo migliorare la redditività, ma anche identificare nuove opportunità di mercato che permettano di diversificare i flussi di ricavi. Questo può includere l'espansione verso mercati esteri, la digitalizzazione dei processi aziendali o l'introduzione di nuovi prodotti in linea con le tendenze globali, come la sostenibilità e l'economia circolare. Tuttavia, questi interventi richiedono tempi lunghi per dare risultati tangibili, e il successo dipende dalla capacità di mantenere un dialogo costante con gli stakeholder, evitando conflitti tra obiettivi di breve e lungo termine¹⁰⁷.

2.3.2 Benefici dell'Intervento dei Private Equity: Un Focus sul Valore per PE e Gruppi di Controllo

2.3.2.1 Riequilibrio della Struttura Finanziaria

Uno dei principali benefici dell'intervento dei Private Equity (PE) è il riequilibrio della struttura finanziaria delle aziende delistate, spesso caratterizzate da livelli di indebitamento insostenibili. Attraverso operazioni di refinancing, i PE rinegoziano i termini del debito con istituzioni finanziarie, ottenendo condizioni più favorevoli come tassi d'interesse ridotti o scadenze allungate. Questo approccio consente di alleggerire la pressione sui flussi di cassa e garantire la continuità operativa. Ad esempio, il caso di Cerved Group, acquisito e delistato dal fondo ION Capital nel 2021, evidenzia come una gestione mirata del debito possa liberare risorse per investimenti strategici, come l'espansione nei servizi di analisi dati¹⁰⁸.

Un'altra tecnica frequentemente adottata è il debt-to-equity swap, che converte una parte del debito in capitale proprio, migliorando la solidità patrimoniale dell'azienda. Questo non solo riduce il rischio di default, ma aumenta la percezione di affidabilità da parte di creditori e fornitori. In un contesto italiano caratterizzato da un forte legame tra banche e PMI, questo tipo di operazione facilita il mantenimento delle relazioni finanziarie preesistenti, un aspetto fondamentale per aziende che desiderano continuare a operare in un contesto domestico.

¹⁰⁷ Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI), Rapporto annuale sul mercato del Private Equity in Italia, Milano: AIFI, 2024

¹⁰⁸ Alexander Dyck and Luigi Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison," *The Journal of Finance* 59, no. 2 (2004): 537-600.

Per i gruppi di controllo, il riequilibrio della struttura finanziaria consente di mantenere un maggiore margine decisionale. Nelle imprese italiane, spesso a gestione familiare, questo aspetto è cruciale: l'alleggerimento del debito riduce la pressione esercitata dai creditori e permette di preservare la proprietà senza cedere ulteriori quote azionarie. Questa dinamica è stata evidenziata da autori come Zingales (2000), che ha sottolineato come il capitale privato possa rappresentare un alleato strategico per le famiglie imprenditoriali, evitando la diluizione del controllo.

2.3.2.2 Aumento dell'Efficienza

L'efficienza operativa rappresenta un altro pilastro fondamentale dell'intervento dei PE, che adottano un approccio sistematico per migliorare i margini di profitto e ottimizzare i processi aziendali. In particolare, i fondi si concentrano sulla riduzione dei costi, utilizzando strumenti di analisi avanzata per identificare inefficienze lungo l'intera catena del valore. Il caso di Guala Closures, acquisita dal fondo Investindustrial, illustra come un'accurata revisione delle operazioni produttive abbia portato a un incremento significativo della redditività e a una maggiore competitività sui mercati internazionali¹⁰⁹. Un altro aspetto critico è la focalizzazione sui core business, che consente di concentrare risorse e competenze sui segmenti di mercato più promettenti. Questa strategia, già discussa da Kaplan e Strömberg (2009), dimostra come i PE possano aiutare le imprese a razionalizzare il portafoglio di attività, abbandonando linee non strategiche e migliorando l'efficienza complessiva. In Italia, dove molte aziende sono caratterizzate da una gestione familiare spesso dispersiva, questo intervento risulta particolarmente efficace. Per i PE, l'aumento dell'efficienza operativa si traduce in un incremento immediato del valore dell'impresa, misurabile in termini di EBITDA. Questo miglioramento consente ai fondi di ottenere valutazioni più alte al momento dell'uscita. D'altro canto, per i gruppi di controllo, la razionalizzazione delle operazioni rappresenta un'opportunità per rilanciare l'azienda e rafforzarne la posizione competitiva, soprattutto in settori con margini ridotti¹¹⁰.

¹⁰⁹ Il caso Guala Closures: Trasformazione industriale e creazione di valore attraverso il Private Equity. Milano: Investindustrial, 2023

¹¹⁰ Ait Moussa, Hamza. "Leveraged Buyouts: Notable Cases in the Italian Financial Distress Landscape." Tesi di laurea magistrale, Politecnico di Torino, 2024.

2.3.2.3 Crescita a Lungo Termine

L'obiettivo ultimo dei Private Equity è creare valore a lungo termine, trasformando aziende delistate in realtà competitive e sostenibili. La strategia di crescita adottata dai PE si basa su tre pilastri principali: espansione verso nuovi mercati, innovazione di prodotto e miglioramento della struttura organizzativa. Un esempio rilevante è rappresentato da Moncler, dove l'intervento del fondo Carlyle ha permesso non solo di migliorare la governance, ma anche di espandere la presenza del marchio a livello globale, portandolo a una ri-quotazione di successo¹¹¹. La letteratura accademica, tra cui i lavori di Gompers e Lerner (2001), evidenzia come i PE abbiano un approccio proattivo alla crescita, integrando competenze strategiche e finanziarie per massimizzare il potenziale delle aziende delistate¹¹². Nel contesto italiano, questa capacità risulta particolarmente preziosa, poiché molte imprese faticano a internazionalizzarsi o a innovare a causa di risorse limitate.

Per i gruppi di controllo, l'intervento dei PE offre un'opportunità unica per accedere a nuove reti di business e per beneficiare di competenze manageriali che difficilmente potrebbero sviluppare internamente. Questo aspetto è particolarmente rilevante per le PMI italiane, che costituiscono il tessuto economico principale del Paese e che, grazie al supporto dei PE, possono competere su scala globale.

2.3.2.4 Sinergie e Opportunità

L'interazione tra Private Equity e gruppi di controllo genera sinergie che vanno oltre i benefici finanziari immediati. I PE, grazie alla loro esperienza nella gestione di situazioni complesse, possono fornire un supporto strategico che integra le conoscenze settoriali dei proprietari originari. Questo modello di collaborazione consente di sfruttare al massimo le opportunità di mercato, come sottolineato da studi di Cumming e Johan (2013), che evidenziano come la combinazione di competenze operative e finanziarie sia fondamentale per il successo delle aziende delistate¹¹³.

¹¹¹ Carlyle Group. "The Carlyle Group to Acquire a 48% Stake in Moncler Group." News release, October 8, 2008

¹¹² Gompers, Paul, e Josh Lerner. "The Venture Capital Revolution." *Journal of Economic Perspectives* 15, n. 2 (2001): 145–168

¹¹³ Cumming, Douglas, e Sofia Johan. *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. Burlington, MA: Elsevier Science, 2013.

In Italia, questa sinergia si manifesta spesso nella capacità dei PE di bilanciare gli obiettivi di breve termine, come la stabilizzazione finanziaria, con quelli di lungo periodo, come la crescita sostenibile. Per i gruppi di controllo, ciò rappresenta un'opportunità per mantenere un ruolo attivo nella gestione dell'azienda, senza dover rinunciare completamente alla proprietà o alla visione strategica.

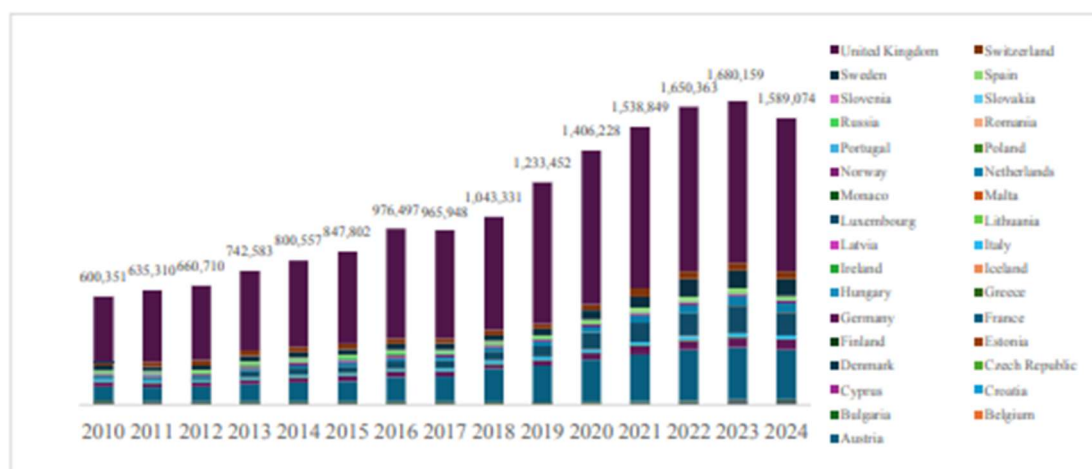
2.4 L'interazione tra i mercati del public e del private equity

2.4.1 Il Mercato europeo

A fronte della ricerca di rendimenti elevati e dell'evoluzione delle esigenze di finanziamento dell'economia, gli investitori istituzionali hanno aumentato significativamente le loro allocazioni ai fondi di private equity, spinti dalla promozione di nuovi prodotti e strutture alternative da parte dei principali sponsor. Secondo CEM Benchmarking, l'allocazione media ai mercati privati di questi investitori è passata dal 12,5% al 18,5% tra il 2012 e il 2020. Questo aumento è stato registrato da una gamma diversificata di investitori istituzionali, tra cui fondi pensione pubblici e privati e compagnie di assicurazione. I grandi bacini di capitale, come i fondi pensione e le dotazioni, non richiedono necessariamente la liquidità fornita dal mercato pubblico perché, a differenza dei singoli investitori, questi grandi fondi possono prevedere con largo anticipo il loro fabbisogno di liquidità, considerando fattori come la demografia dei dipendenti, l'andamento dell'aspettativa di vita e le proiezioni sanitarie. Di conseguenza, l'Asset Under Management (AuM) delle società europee di Private Equity, ovvero il valore di mercato totale di tutte le attività finanziarie detenute dalle società di PE in Europa, ha continuato a crescere negli ultimi 14 anni¹¹⁴.

¹¹⁴ CEM Benchmarking Inc. "Benchmarking the Performance of Private Equity Portfolios of the World's Largest Institutional Investors: A View from CEM." Journal of Investing, dicembre 2020

Figura 10 Asset under management del Private Equity europeo (milioni di dollari) calcolati come somma mobile dei fondi su 10 anni



Fonte: Refinitiv

L'AUM è spesso utilizzato come misura delle dimensioni e del successo di una società di gestione degli investimenti, nonché come fattore di determinazione delle commissioni di gestione e della performance degli investimenti. Il valore dell'AUM può fluttuare nel tempo a causa di fattori quali gli afflussi e i deflussi di capitale degli investitori, le variazioni del valore di mercato delle attività e la performance degli investimenti. Nel grafico sopra riportato, si nota una chiara tendenza all'aumento degli AUM totali nel corso degli anni, che indica un aumento delle attività di raccolta fondi e di investimento da parte delle società di private equity in Europa, e quindi un crescente interesse da parte degli investitori istituzionali per le società private europee¹¹⁵. che rappresentano diversi Paesi europei. Paesi come il Regno Unito, la Svizzera e la Spagna sembrano avere un contributo significativo all'AUM, come suggeriscono i segmenti più grandi di colori che rappresentano questi Paesi nelle barre. A partire dal 2020, si osserva un notevole aumento dell'AUM, a indicare un possibile aumento delle attività di private equity o campagne di raccolta fondi di successo¹¹⁶. Una quota maggiore di investimenti globali bloccati nei mercati privati potrebbe potenzialmente rendere i mercati pubblici più vulnerabili. Come dimostrato nella primavera del 2020 (in concomitanza con la crisi da Covid-19), in caso di un'altra significativa perturbazione del mercato, i mercati

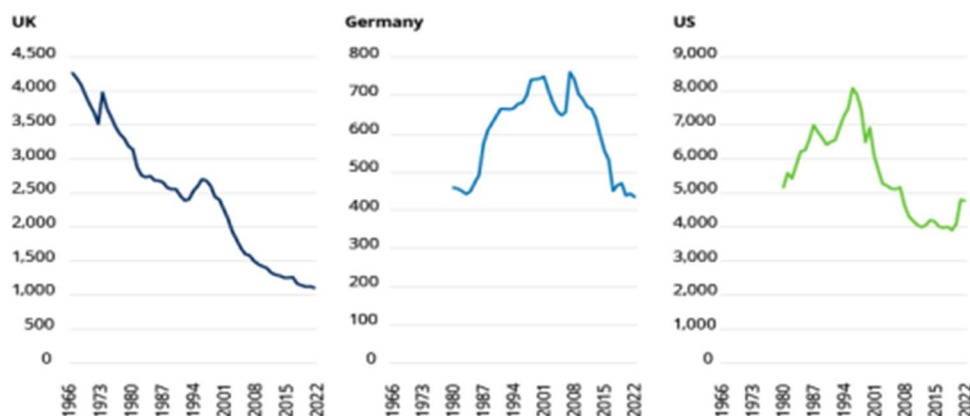
¹¹⁵ Invest Europe. Investing in Europe: Private Equity Activity 2020. Bruxelles: Invest Europe, 2021

¹¹⁶ Banca d'Italia. Relazione annuale sul 2020 in sintesi. Roma: Banca d'Italia, 2021

pubblici potrebbero subire una maggiore pressione di vendita, dal momento che una parte maggiore dei portafogli è vincolata ad attività private meno liquide.

Questo rischio è accentuato dal fatto che, contemporaneamente all'aumento del PE, il numero di società quotate a livello mondiale si è stabilizzato. Dal 2010, il mercato azionario quotato non è cresciuto più di quanto si possa spiegare con i movimenti dei prezzi delle azioni, mentre la maggior parte della crescita storica del mercato azionario è stata trainata dalle emissioni (Kuvshinov e Zimmermann, 2021).

Figura 11 il numero di società pubbliche nel Regno Unito, in Germania e negli Stati Uniti



Fonte: Schroders

Riteniamo che il filo conduttore del calo del numero di società quotate in borsa, determinato sia dal minor numero di IPO sia dal maggior numero di delisting, sia legato alla crescente allocazione nel private equity, che suggerisce che gli investitori considerano questa asset class in grado di offrire rendimenti netti migliori rispetto alle azioni quotate in borsa. A sostegno della nostra tesi, una recente indagine di PwC ha evidenziato che il 70% degli intervistati delle principali società ritiene che la tradizionale quotazione pubblica stia diventando una fonte di finanziamento meno importante. L'opzione di finanziamento privato più interessante, scelta dal 55% degli intervistati, è il private equity. Nonostante questo dato, il 70% concorda sul fatto che la maggior parte delle aziende di successo sceglierebbe comunque di quotarsi in borsa a un certo punto del proprio ciclo di vita. Le principali preoccupazioni che scoraggiano gli emittenti dal quotarsi nelle borse dei mercati emergenti includono la mancanza di liquidità (33%) e la volatilità della valuta (29%). Inoltre, l'incertezza del contesto

normativo e del regime di corporate governance gioca un ruolo importante, citato dal 25% degli intervistati¹¹⁷. Questi fattori sottolineano perché la liquidità rimane una considerazione cruciale per le società che decidono quando e dove quotarsi, spiegando anche perché i mercati privati sono visti come sostitutivi ma anche complementari ai mercati pubblici. Inoltre, Ewens & Farre-Mensa (2020) sostengono che il private equity può ridurre il numero di IPO, suggerendo che le imprese sostenute dal private equity possono trovare più attraente rimanere private grazie ai vantaggi offerti dalla proprietà del private equity, come l'accesso al capitale, il supporto operativo e la guida strategica. Questi vantaggi possono rendere l'opzione di rimanere privati sotto la proprietà di un PE più attraente rispetto alla quotazione in borsa, portando così a un minor numero di società a perseguire le IPO.

Deduciamo quindi come la problematica europea, ma non solo, di una regolamentazione pesante e frammentata costituisca un problema diretto per le società al momento della quotazione, ma non va sottovalutato come questa scoraggi anche gli investitori nell'investimento a causa della mancanza di individui che investono nel mercato pubblico, causando di conseguenza una mancanza di liquidità, esponendo il mercato a una volatilità dei prezzi causata non solo dalle congiunture macroeconomiche, ma anche dalla presenza di grandi player che da soli riescono a muovere il mercato. Questo va a creare una sorta di circolo vizioso, in cui però la regolamentazione e la struttura dei mercati stessi assume una funzione cruciale¹¹⁸.

Lo studio si basa su una serie completa di dati relativi alle imprese private e alle loro attività di finanziamento, più precisamente sulle imprese che hanno ricevuto finanziamenti da venture capital (VC), compresi i round di finanziamento, le valutazioni e il fatto che alla fine siano state quotate in borsa o siano rimaste private. I ricercatori hanno utilizzato statistiche descrittive per illustrare le tendenze delle IPO nel tempo. In particolare, hanno analizzato il periodo di tempo in cui le aziende sono rimaste private prima di essere quotate in borsa, l'ammontare dei capitali raccolti nei mercati privati e le dimensioni dell'occupazione e dei ricavi delle aziende rimaste private. Poi, per quantificare l'effetto della deregolamentazione, gli autori conducono un'analisi

¹¹⁷ PwC. Global Private Equity Responsible Investment Survey 2021. PwC

¹¹⁸ Ewens, Michael, e Joan Farre-Mensa. "The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs." *The Review of Financial Studies* 33, n. 12 (2020): 5463–5509

econometrica che modella la probabilità di una società di quotarsi in borsa in base alle sue caratteristiche, alla quantità di capitale privato disponibile e al contesto normativo. Contrariamente a questo approccio, Lattanziano, Megginson, & Sanati (2023) hanno utilizzato una metodologia diversa, facendo riferimento a un set di dati che include informazioni dettagliate sulle transazioni di private equity, sulle società coinvolte e sui loro esiti finali (se diventano pubbliche, rimangono private o vengono acquisite). Per raccogliere questi dati si sono avvalsi di fonti quali S&P Capital IQ e altri database finanziari⁴⁰. Il fulcro dell'analisi è costituito da una serie di modelli di regressione che stimano l'impatto del private equity sulla probabilità che una società diventi pubblica. Questi modelli tengono conto di varie caratteristiche dell'azienda (come dimensioni, settore e redditività) e delle condizioni di mercato più generali. Gli autori hanno riscontrato che l'attività di private equity non contribuisce al calo delle quotazioni in borsa¹¹⁹.

Anzi, gli autori sostengono che l'attività di private equity può ridurre leggermente il divario di quotazione, il che implica che il coinvolgimento del private equity non scoraggia le imprese dal quotarsi in borsa e potrebbe addirittura sostenere il processo di quotazione pubblica, sebbene l'effetto sia marginale. La ricerca ha dimostrato che il private equity potrebbe effettivamente aiutare le aziende a prepararsi meglio per una quotazione in borsa, fornendo il supporto e le risorse necessarie. Le società di private equity possono rendere le società in portafoglio forti candidate alla quotazione in borsa, anziché scoraggiarle. Questa affermazione contrasta con la visione presentata dall'indagine PwC e da Ewens e FarreMensa. Mentre i primi studi suggeriscono che l'ascesa del private equity ha reso più attraente la permanenza in borsa, l'ultimo studio sostiene che il private equity può avere un'influenza positiva sul numero di IPO. In altre parole, sembra che il calo delle IPO non sia dovuto semplicemente al fatto che i private equity mantengono le aziende private, ma che il panorama delle modalità di crescita e di finanziamento delle aziende sia fundamentalmente cambiato. Per dimostrare la nostra tesi, analizzeremo come l'attività di private equity abbia influenzato la variazione netta delle quotazioni, considerando fattori quali i livelli di investimento, le acquisizioni strategiche e il contesto generale del mercato. La comprensione di questa relazione ci

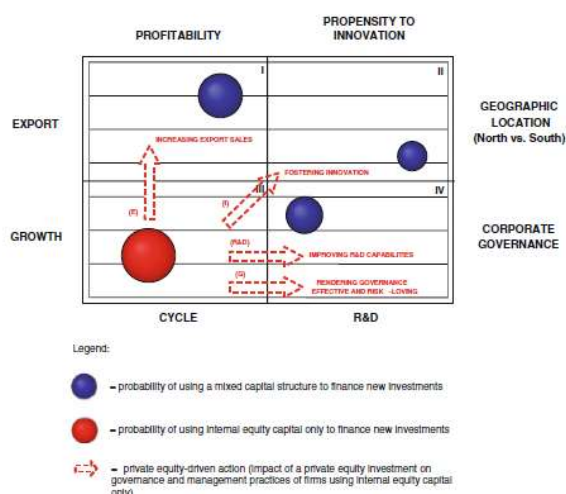
¹¹⁹ Lattanzio, Gabriele, William L. Megginson, e Ali Sanati. "Dissecting the Listing Gap: Mergers, Private Equity, or Regulation?" *Journal of Financial Markets* 65 (2023): 100836

permetterà di chiarire il ruolo del private equity nel plasmare le future dinamiche di mercato, la fiducia degli investitori e la sostenibilità a lungo termine dei nuovi operatori sul mercato.

2.4.2 IPO strategiche e uscite dal mercato del PE

Secondo una pubblicazione di PwC UK, esiste una solida pipeline di aziende in attesa di essere quotate in borsa a livello globale. C'è un rinnovato ottimismo per una ripresa del mercato europeo delle IPO nel corso dell'anno, grazie alla crescita degli indici azionari, alla riduzione della volatilità e a un contesto macroeconomico più stabile. Tuttavia, questo ottimismo potrebbe essere mitigato dalle incertezze geopolitiche in corso. Inoltre, con le importanti elezioni che si terranno nel 2024 per gran parte della popolazione mondiale, le opportunità per le IPO dovrebbero essere limitate.

Figura 12:

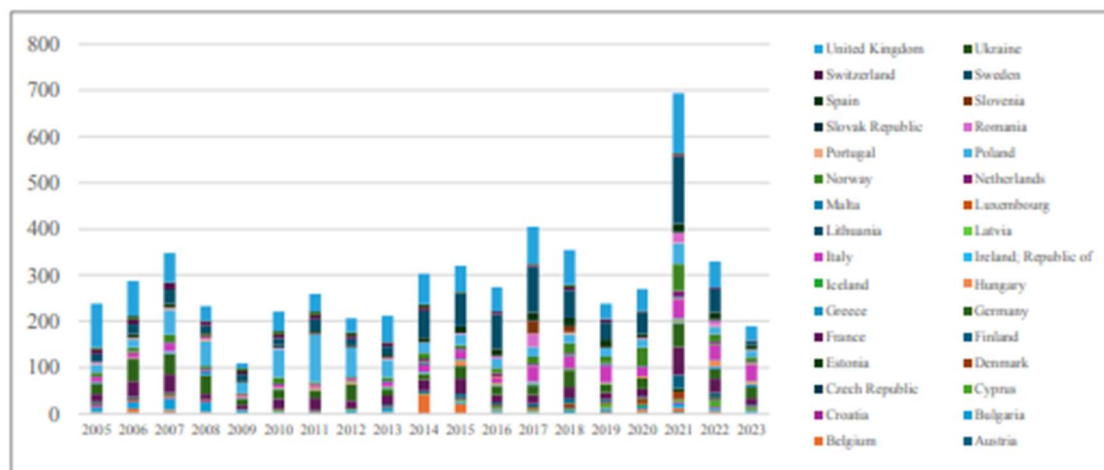


Fonte: *Private Equity Targets: Strategies for Growth, Market Barriers and Policy Implications*

Anche qui il professor Baldi ha fornito un contributo di interessante con il suddetto grafico. Infatti il grafico utilizza un modello a bolle per rappresentare l'effetto degli investimenti PE su diversi aspetti delle imprese italiane che utilizzano equity interna. I parametri chiave considerati sono la redditività, la propensione all'innovazione, l'esportazione e la governance aziendale. Le bolle blu indicano la probabilità di utilizzo di una struttura di capitale mista, mentre quelle rosse segnalano la preferenza per il finanziamento con equity interna. Le frecce rosse mostrano l'azione diretta dei fondi PE

nel miglioramento di R&D, governance e vendite all'estero, suggerendo un impatto significativo sullo sviluppo aziendale¹²⁰.

Figura 13 Numero di IPO in Europa



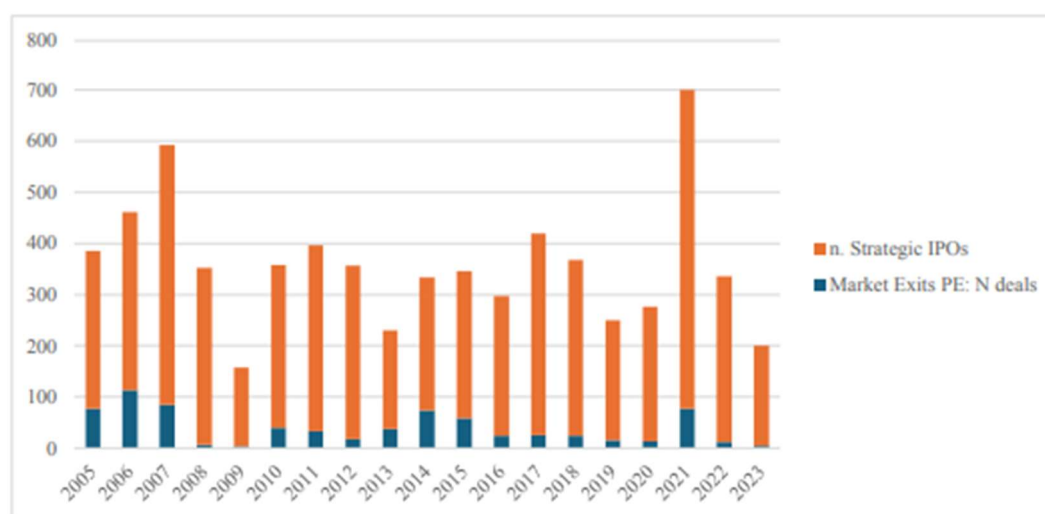
Fonte: Refinitiv

Osservando il trend storico, si può notare l'evoluzione del numero annuale di offerte pubbliche iniziali (IPO) nei vari Paesi europei e in Ucraina dal 2005 al 2023. Il numero totale di IPO oscilla di anno in anno. In particolare, si è registrato un forte calo delle IPO intorno al 2009 e al 2011, a causa dell'impatto della crisi finanziaria globale. A partire dal 2017 si osserva un notevole aumento dell'attività di IPO, con un picco massimo nel 2020, probabilmente dovuto alle condizioni di mercato o a fattori economici favorevoli in quel periodo. Dopo il picco del 2021, il numero di IPO è calato significativamente nel 2022 e ha continuato a diminuire fino al 2023. Vari altri Paesi hanno contribuito al conteggio totale delle IPO, anche se molti di essi hanno registrato numeri minori (rappresentati da segmenti più sottili nelle barre). Il Regno Unito (rappresentato dai segmenti azzurri) è costantemente in testa per numero di IPO nella maggior parte degli anni. Il Regno Unito ha registrato un numero particolarmente elevato di IPO nel 2014, 2017, 2018 e soprattutto nel 2020, dove il totale delle IPO dell'anno ha superato le 700 unità, grazie soprattutto al contributo del Regno Unito. Anche la Svizzera (in marrone scuro) e la Francia (in verde scuro) registrano un numero significativo di IPO, contribuendo in modo significativo ai totali in diversi anni, anche

¹²⁰ Francesco Baldi, *Private Equity Targets: Strategies for Growth, Market Barriers and Policy Implications* Springer, 2012.

se si trovano dietro al Regno Unito. In termini di proventi raccolti, all'inizio di dicembre 2023, le IPO europee hanno raccolto solo 9,2 miliardi di dollari, in netto contrasto con i 20,3 miliardi di dollari raccolti negli Stati Uniti. Ciò rappresenta un calo del 35% per l'Europa rispetto al 2022, mentre gli Stati Uniti hanno registrato uno sbalorditivo aumento del 157%. Inoltre, importanti aziende europee come Birkenstock, Oatly e On Running stanno optando per le borse statunitensi, aggravando la situazione. (PwC UK)^{121 122}

Figura 14 n. IPO strategiche vs PE-backed



Fonte: Refinitiv

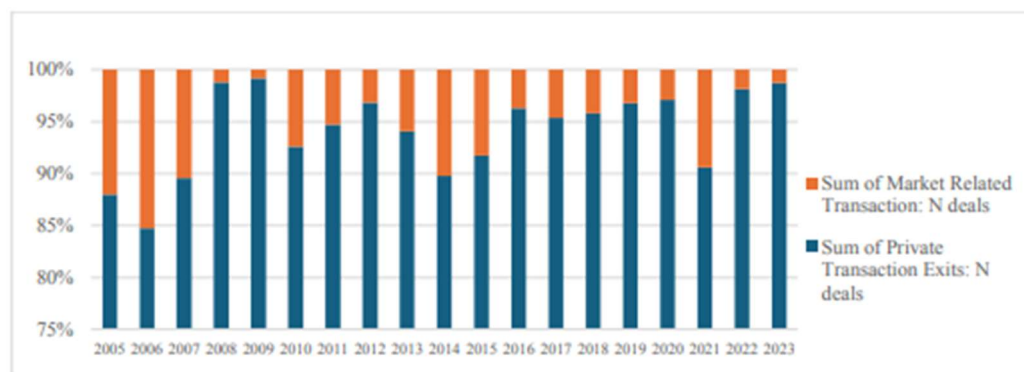
Abbiamo visto come la decisione di quotarsi in borsa sia spesso guidata dal desiderio di creare un mercato più liquido per le azioni dell'azienda, consentendo agli insider di diversificare la propria ricchezza. Questo evento di liquidità è particolarmente prezioso per gli insider, come gli investitori professionali, che altrimenti avrebbero difficoltà a vendere grandi blocchi di azioni senza un'IPO. Tuttavia, quando le aziende sono sostenute da PE, possono preferire uscire dagli investimenti attraverso vendite commerciali o buyout secondari piuttosto che IPO, contribuendo al declino delle quotazioni pubbliche (Oxford Academic) In uno studio di Kaplan e Strömberg (2009), che ha esaminato 17.171 leveraged buyout (LBO) a livello globale dal 1975 al 2007, i

¹²¹ PwC UK. "Global IPO Watch 2024." PwC UK, dicembre 2024

¹²² PwC UK. "IPO Watch Europe Annual Review 2023." PwC UK, gennaio 2024.

ricercatori hanno rilevato che le vendite ad acquirenti strategici sono state la strategia di uscita più comune, rappresentando il 38% dei casi. Le vendite ad altre società di private equity hanno rappresentato il 24% delle uscite, mentre le IPO hanno rappresentato il 14% dei casi nell'intero periodo. Inoltre, il numero di uscite tramite IPO è diminuito significativamente nel corso dello studio¹²³.

Figura 15 Conteggio delle uscite strategiche del PE



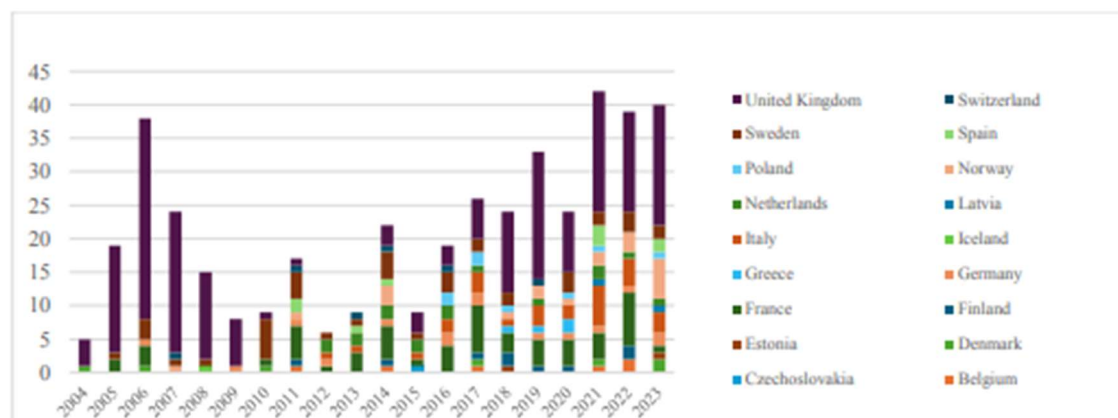
Fonte: Refinitiv

Nel corso del periodo, le uscite da transazioni private, in cui le società di private equity vendono i propri investimenti ad altri investitori privati, tra cui vendite ad altre società di private equity, vendite private ad acquirenti strategici o management buyout, hanno costituito la stragrande maggioranza delle uscite di PE. Questa tendenza suggerisce che le vendite o i trasferimenti privati sono più comuni o preferiti per le uscite di PE in Europa. La percentuale rispetto alle transazioni legate al mercato è rimasta relativamente stabile nel corso degli anni, con piccole fluttuazioni. In genere, le uscite da transazioni private rappresentano circa l'85-90% delle uscite totali, mentre le uscite legate al mercato costituiscono il restante 10%-15%. Nella prima metà del 2024, gli sponsor di private equity hanno contribuito in modo significativo alla ripresa del mercato europeo, con oltre la metà delle 10 principali IPO sostenute da PE. Possiamo notare che l'impatto diretto delle società di private equity sulle quotazioni è minimo rispetto al calo del numero di società quotate nei mercati europei, il che rafforza la nostra convinzione che l'aumento dell'attività di private equity non influisca

¹²³ Kaplan, Steven N., e Per Strömberg. "Leveraged Buyouts and Private Equity: An Analysis of Global Exit Strategies." *Journal of Economic Perspectives* 23, n. 1 (2009): 121–146.

positivamente sul gap di quotazione. Acquirenti strategici e finanziari nelle operazioni di acquisizione di società private¹²⁴ Secondo KPMG US, gli anni caratterizzati da significative svendite del mercato mostrano un aumento delle operazioni di acquisizione di società private. Possiamo osservare la stessa dinamica in Europa negli ultimi anni (2018-2023)¹²⁵.

Figura 16 Attività di fusione e acquisizione in Europa che hanno portato al delisting per area geografica (n. operazioni).



Fonte: Refinitiv

Mentre il Regno Unito (rappresentato in viola) ha mostrato costantemente la più alta attività di delisting nel corso degli anni ed è stato il protagonista della prima ondata di delisting dell'area, con picchi nel 2005, 2007, 2020 e 2021, con oltre 35 operazioni in questi anni, ora lo stesso fenomeno sembra impattare in modo omogeneo i Paesi dell'Europa continentale. Germania (arancione), Francia (blu) e Svezia, hanno contribuito in particolare nel 2018, 2021 e 2023, ma anche l'Italia), hanno mostrato una tendenza all'aumento dei delisting, in particolare dopo il 2016. Questa tendenza all'aumento dei delisting è in linea con le dinamiche più ampie del panorama del private equity, dove le società cercano attivamente società pubbliche sottovalutate come potenziali obiettivi di acquisizione durante le fasi di ribasso del mercato¹²⁶. Sebbene le società di private equity siano comunemente associate agli investimenti in società private, la realtà è che le società di private equity cercano attivamente potenziali

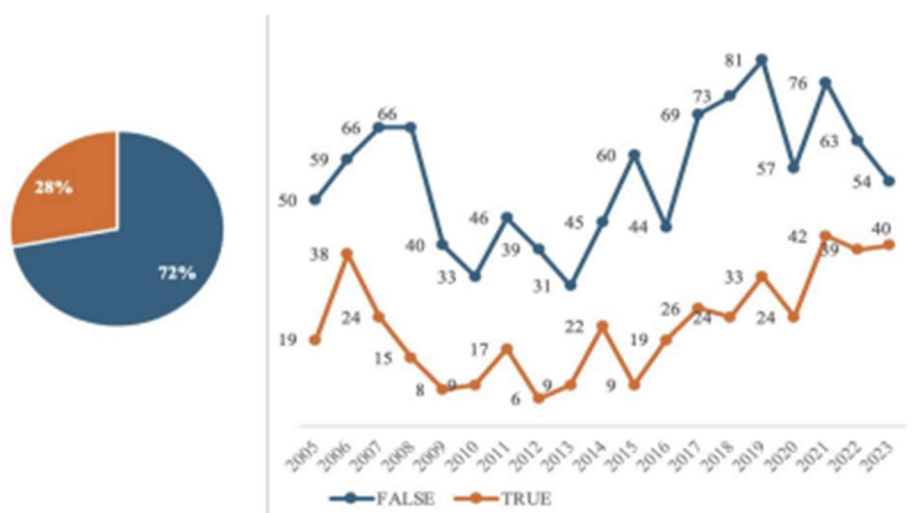
¹²⁴ Financial Times. "Private Equity Investors Sell Record Volumes in Secondary Market Amid Liquidity Squeeze." Financial Times, 15 gennaio 2024

¹²⁵ KPMG US. Private Equity Deal Trends 2024: The Shift in Buyout and Exit Strategies. KPMG, 2024

¹²⁶ European Central Bank. Financial Stability Review: Take-Private Transactions in the EU. Bruxelles: ECB, 2024

obiettivi sia che si tratti di società quotate in borsa che di imprese private. Durante i periodi di ribasso dei mercati, molte società quotate in borsa possono essere sottovalutate, presentando interessanti opportunità di investimento¹²⁷. I prezzi più bassi delle azioni possono rendere più conveniente l'acquisizione di queste società, almeno per un certo periodo, rendendole potenziali obiettivi di offerte pubbliche di acquisto. Questo aspetto è particolarmente rilevante per le società per le quali la quotazione in borsa non rappresenta più un vantaggio, in quanto potrebbero prendere in considerazione la possibilità di ritirarsi dal mercato. In questo scenario, queste società possono rivolgersi attivamente a potenziali acquirenti, comprese le società di private equity, per esplorare la possibilità di delistarsi e passare alla proprietà privata. Storicamente, il mercato pubblico ha costituito una frazione del loro interesse commerciale. Tuttavia, motivati a impiegare efficacemente le loro ingenti riserve, i PE stanno rivolgendo sempre più la loro attenzione agli obiettivi del mercato pubblico, con un volume di transazioni take-private in continuo aumento.

Figura 17 Attività di M&A europee che hanno portato al delisting (n operazioni).



Fonte: Refinitiv

Il grafico e il diagramma a torta sopra riportati forniscono una panoramica delle attività europee di fusione e acquisizione che hanno portato al delisting dal 2005 al 2023, distinguendo tra acquisizioni effettuate da fondi di private equity (VERO) e da acquirenti strategici (FALSO). I dati indicano un ruolo dominante degli acquirenti strategici nelle attività di delisting per tutto il periodo (72% del totale), anche se il

¹²⁷ Moonfare. Why Private Equity Take-Privates Are Taking Off. Moonfare Insights, 2024

coinvolgimento dei fondi di private equity ha mostrato un aumento significativo, soprattutto nell'ultimo decennio. Dal 2005 al 2010 si è assistito a un calo generale del numero di delisting da parte di acquirenti strategici, con una netta diminuzione da 66 nel 2007 a 33 nel 2010. Il numero di delisting da parte dei fondi di private equity è rimasto relativamente basso e stabile nei primi anni, con un picco di 24 nel 2006 e un minimo di 6 nel 2010. Dopo il 2010, si è registrato un aumento dei delisting sia da parte di acquirenti strategici che di fondi di private equity, con picchi notevoli per gli acquirenti strategici nel 2015 (81 operazioni) e nel 2017 (76 operazioni). Anche l'attività dei fondi di private equity mostra una tendenza al rialzo a partire dal 2013, con un picco di 42 operazioni nel 2020. Questo picco è stato favorito dal calo del mercato azionario e, di conseguenza, dalla riduzione delle metriche di valutazione causata dalla crisi del COVID. Negli ultimi anni (2021-2023), entrambi i tipi di acquirenti mostrano una convergenza, con il numero di delisting da parte di acquirenti strategici che scende a 54 nel 2023, mentre i delisting da parte di fondi di private equity mantengono un tasso costante intorno alle 40 operazioni. Possiamo anche notare che l'impatto diretto del private equity sui delisting è relativamente maggiore rispetto al suo impatto sulle uscite dal mercato pubblico. Tuttavia, se consideriamo il calo complessivo del numero di imprese quotate nei mercati europei, l'influenza diretta dei delisting da sola non è sufficiente a spiegare il divario di quotazione osservato negli ultimi decenni.

Capitolo 3: Analisi dei Delisting in Italia (2020-2024)

3.1 Introduzione

Negli ultimi anni, il fenomeno dei delisting ha acquisito crescente rilevanza nel panorama finanziario italiano, evidenziando trasformazioni significative e sfide strutturali per il sistema economico. Tra il 2020 e il 2024, un numero considerevole di società ha abbandonato la Borsa Italiana, un fenomeno riconducibile a un contesto normativo e di mercato che non sempre garantisce condizioni ottimali per la permanenza nei mercati pubblici. Questi eventi non si limitano a scelte aziendali individuali, ma riflettono dinamiche più ampie che coinvolgono il sistema economico e finanziario nazionale.

Di seguito è riportata l'analisi dei dati in forma discorsiva e attraverso l'aiuto di grafici e tabelle derivanti dai dati della suddetta ricerca che verrà mostrata come Annex dell'elaborato finale.

3.1.1 Struttura della ricerca

La presente ricerca si propone di analizzare in modo dettagliato i principali trend legati ai delisting, con un'attenzione particolare alle motivazioni strategiche ed economiche alla base di tali decisioni e al ruolo crescente dei fondi di private equity (PE). L'analisi si sviluppa attraverso l'esame delle macro e microindustrie coinvolte, delle influenze del contesto normativo vigente e della situazione macroeconomica e delle motivazioni che hanno spinto le aziende a delistarsi e di come i fondi di Private Equity siano spesso riusciti a incontrare le richieste degli azionisti per sopperire alle mancanze della quotazione sul mercato pubblico. L'obiettivo è di fornire una visione critica e strutturata delle trasformazioni che hanno caratterizzato il mercato italiano negli ultimi anni. Le società oggetto di studio appartengono agli indici Euronext Growth Milan, Alternative Capital Market, Alternative Market Investments Italy ed MTA, componenti fondamentali dell'ecosistema borsistico italiano. Il periodo considerato, dal 2020 al 2024, è stato selezionato per il suo valore critico. Questo quinquennio ha segnato una svolta per i mercati finanziari europei, profondamente influenzati dalla crisi economica e sanitaria generata dalla pandemia di Covid-19. La crisi ha agito da catalizzatore, esponendo fragilità strutturali già presenti nelle economie europee. In particolare, la frammentazione dei mercati finanziari europei ha esposto le economie nazionali a

maggiori rischi di speculazione, rendendo più complesso lo sviluppo delle imprese come generatori di innovazione e crescita economica, come sottolineato anche dalla Banca d'Italia.

3.1.2 Origine dei Dati e Metodologia della Ricerca

L'analisi è stata condotta attraverso l'esame di fonti ufficiali e affidabili, con l'obiettivo di costruire un quadro chiaro e completo del fenomeno delisting in Italia. Sono stati esaminati report finanziari societari, tra cui bilanci, prospetti informativi e relazioni annuali delle aziende coinvolte, al fine di comprendere le dinamiche interne delle società, le loro performance economiche e le strategie che hanno determinato la scelta di abbandonare i mercati pubblici. L'approfondimento di questi dati ha consentito di individuare pattern ricorrenti e criticità che non sarebbero altrimenti emerse.

Un contributo essenziale è stato fornito dall'analisi di database finanziari quali Bloomberg e Refinitiv, che hanno rappresentato strumenti fondamentali per l'accesso a dati strutturati sulle operazioni di delisting, comprese le valutazioni aziendali, le caratteristiche degli acquirenti e i dettagli economici delle transazioni. Questi strumenti hanno permesso di incrociare le informazioni disponibili, offrendo una panoramica quantitativa precisa e rafforzando la robustezza della ricerca.

3.1.2.1 Variabili in analisi e risultati ottenuti

La tabella finale è dunque composta dalla analisi delle seguenti variabile per ciascuna azienda selezionata.

- **M&A SDC Deal Number (Numero operazione M&A SDC)**
- Ogni operazione di M&A viene registrata con un codice identificativo unico. Questo numero serve a tracciare e catalogare le transazioni nei database finanziari.
- **Date Announced (Data di annuncio)**
- Indica la data in cui l'operazione di fusione o acquisizione è stata ufficialmente comunicata. Questa informazione è cruciale per analizzare il tempismo delle operazioni in relazione ai trend di mercato.

- **Rank Date (Data di classificazione)**
- È la data in cui l'operazione è stata valutata e inserita nei ranking di mercato. Serve per confrontare la rilevanza delle transazioni nel contesto temporale.
- **Rank Value inc. Net Debt of Target (EUR, Millions) (Valore della transazione incl. Debito netto del target, in milioni di euro)**
- Rappresenta il valore totale dell'operazione, includendo l'eventuale debito netto dell'azienda acquisita. Questo dato è fondamentale per valutare il reale impatto finanziario dell'M&A.
- **Target Full Name (Nome completo dell'azienda target)**
- Indica l'identità dell'impresa acquisita o fusa. Conoscere il target aiuta a comprendere le dinamiche strategiche e i settori più attrattivi per le operazioni di M&A.
- **Target Macro Industry (Settore macro dell'azienda target)**
- Classifica il settore economico generale in cui opera l'azienda target (es. manifatturiero, finanziario, tecnologico). È utile per analizzare le tendenze settoriali delle acquisizioni.
- **Target Mid Industry (Settore intermedio dell'azienda target)**
- Fornisce una categorizzazione più dettagliata rispetto al macro-settore, permettendo di individuare segmenti di mercato più specifici (es. semiconduttori, servizi bancari, ecc.).
- **Target Nation (Nazione dell'azienda target)**
- Identifica il paese in cui ha sede la società acquisita. Questo dato aiuta a comprendere le dinamiche internazionali delle M&A e le strategie di espansione geografica.
- **Acquiror Full Name (Nome completo dell'acquirente)**
- Indica l'identità dell'azienda o dell'investitore che ha effettuato l'acquisizione. Questo permette di tracciare i principali operatori attivi nel mercato M&A.
- **Acquiror Macro Industry (Settore macro dell'acquirente)**
- Classifica l'acquirente in base al settore economico di appartenenza. Serve per analizzare se le acquisizioni avvengono all'interno dello stesso settore o tra settori differenti.

- **Acquiror Mid Industry (Settore intermedio dell'acquirente)**
- Identifica in modo più specifico il segmento di mercato dell'acquirente. Aiuta a individuare strategie di crescita mirate e sinergie tra le aziende coinvolte.
- **Acquiror Nation (Nazione dell'acquirente)**
- Indica il paese di origine dell'azienda che effettua l'acquisizione. Questo permette di studiare i flussi di investimenti transfrontalieri e l'influenza di fattori macroeconomici sulle M&A.
- **Deal Synopsis (Sintesi dell'operazione)**
- Riassume i dettagli chiave dell'acquisizione, inclusi motivazioni strategiche, condizioni finanziarie e impatti previsti. Questa sezione è essenziale per dare uno spunto sul razionale dell'operazione.

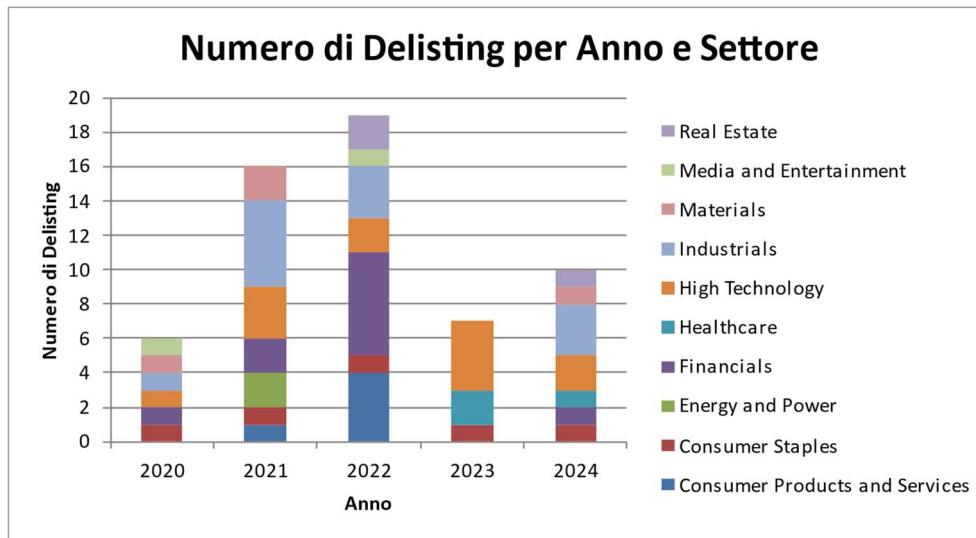
Dei 65 delisting rilevati nel periodo di studio, 30 sono stati fatti con l'ausilio del capitale (diretto o indiretto) o del finanziamento di Fondi di Private Equity, un dato che attesta tale fenomeno come causa del 46,15% delle uscite dal mercato pubblico italiano degli ultimi 4 anni.

3.1.2.2. Sviluppo e integrazione della ricerca

Partendo dall'analisi delle considerazioni sulle variabili appena indicate sono stati raccolte e prese in esame le opinioni di analisti ed esperti hanno permesso di evidenziare prospettive spesso complementari rispetto a quelle offerte dai soli dati numerici. Infine, è stato approfondito il contesto normativo, con un'analisi dettagliata dei regolamenti CONSOB e delle direttive europee applicabili ai mercati finanziari. Questo passaggio ha consentito di valutare l'impatto della regolamentazione sulle decisioni di delisting e di identificare eventuali criticità normative che potrebbero aver reso meno conveniente per alcune aziende la permanenza nei mercati regolamentati, oltre che a mettere in luce delle dinamiche di mispricing tecnico presenti sul mercato italiano. L'analisi normativa ha inoltre permesso di individuare possibili modifiche che potrebbero favorire una maggiore attrattività della Borsa Italiana per le imprese, aspetto che verrà approfondito nel successivo capitolo della ricerca.

3.2 Trend temporale dei delisting (2020-2024) – Analisi Macro e Finanziaria

Figura 18 Numero di delisting per anno e settore



Fonte;Refinitiv

3.2.1 Fattori Macro e Andamento dei Delisting (2020-2024)

3.2.1.1. Impatto della Pandemia e Politiche Monetarie (2020-2021)

L'anno 2020 ha segnato un punto di svolta per i mercati finanziari italiani a causa della pandemia di Covid-19. L'incertezza economica, la riduzione della liquidità e le restrizioni sanitarie hanno spinto diverse aziende a riconsiderare la loro permanenza in Borsa. La politica monetaria ultra-espansiva della BCE, con il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), ha reso l'accesso ai finanziamenti privati più conveniente, riducendo la necessità di raccogliere capitale tramite i mercati pubblici.

Nel 2020, i delisting sono stati relativamente contenuti, con 7 operazioni distribuite tra settori come Consumer Staples, Financials, High Technology e Industrials. L'incertezza economica ha limitato l'attività di M&A, ma ha posto le basi per un'ondata di acquisizioni nei due anni successivi.

Nel 2021, il numero di delisting è aumentato a 14, con una crescita particolarmente evidente nei settori Industrials (3), Financials (2), Materials (5) e Media and Entertainment (2). Questo incremento è stato in parte determinato dalla ripresa delle operazioni di M&A, con fondi di private equity e investitori strategici che hanno colto l'opportunità di acquisire società sottovalutate.

3.2.1.2 Ripresa Economica e Crescita del Private Equity (2022-2023)

La ripresa economica del 2021-2022, sostenuta dal Recovery Fund dell'UE, ha favorito una forte espansione del private equity. L'abbondante liquidità e i bassi tassi di interesse hanno incentivato gli investimenti in operazioni di buyout, con un focus su settori con alto potenziale di crescita e capacità di ristrutturazione.

Nel 2022, il numero di delisting ha raggiunto il picco di 18, con una forte presenza di operazioni in Financials (6), Consumer Products and Services (4), Industrials (2) e Real Estate (2). Molti fondi di private equity hanno approfittato di questo contesto per acquisire aziende e ristrutturarle fuori dal mercato pubblico.

Nel 2023, la stretta monetaria della BCE ha iniziato a farsi sentire, riducendo l'attività di M&A e portando a un calo dei delisting a 7. Il settore Industrials (4) è rimasto tra i più colpiti, insieme a Healthcare (2).

3.2.1.3 Rialzo dei Tassi di Interesse e Stretta Monetaria (2023-2024)

L'incremento dell'inflazione nel 2022 ha spinto la BCE ad adottare una politica monetaria più restrittiva, con un rialzo dei tassi di interesse che ha aumentato il costo del capitale. Questo ha avuto due effetti principali:

1. Riduzione delle IPO – Sempre meno aziende hanno scelto di quotarsi in Borsa.
2. Maggiori difficoltà per le aziende già quotate – L'aumento del costo del debito ha reso meno conveniente rimanere sui mercati pubblici, favorendo i buyout privati.

Nel 2024, il numero di delisting si è stabilizzato a 8, con una concentrazione nei settori Industrials (2), Materials (3), Healthcare (1) e Real Estate (1).

3.2.1.4. Distribuzione Settoriale delle Aziende Target nei Delisting (2020-2024) – Analisi Settoriale e Strategica

L'analisi settoriale dei delisting evidenzia come alcune industrie siano state particolarmente esposte a operazioni di acquisizione e riorganizzazione. In particolare, Industrials, High Technology e Financials si sono confermati come i settori con il

maggior numero di operazioni, influenzati sia da fattori strutturali dell'economia italiana sia da strategie di investimento dei fondi di private equity.

3.2.2. I Settori Più Colpiti dal Delisting

3.2.2.1 Tecnologia e Digitalizzazione (High Technology)

Il settore tecnologico ha visto numerosi delisting, con aziende come ReeVo SpA e Digital360 SpA, operanti in segmenti ad alta innovazione. Queste imprese necessitano di capitali elevati per R&D, ma il mercato pubblico italiano non offre sempre condizioni ideali per sostenere la crescita delle tech companies emergenti.

I principali fattori che hanno incentivato i delisting in questo settore includono:

- Volatilità dei titoli tech e scarsa attrattività della Borsa Italiana per investitori globali.
- Preferenza per il private equity, che garantisce finanziamenti più stabili.
- Maggiore flessibilità gestionale, senza la pressione trimestrale degli azionisti pubblici.

3.2.2.2 Industria e Manifattura (Industrials)

Il settore industriale ha registrato un alto numero di delisting, con aziende come Piovan SpA e IMA SpA. Queste società, con una forte vocazione internazionale, sono state acquisite per:

- Favorire la crescita globale e migliorare la competitività.
- Aumentare l'efficienza operativa, eliminando i vincoli della quotazione.
- Facilitare investimenti a lungo termine, senza la pressione dei mercati azionari.

L'industria manifatturiera italiana è caratterizzata da nicchie ad alta specializzazione, rendendola appetibile per fondi di private equity e investitori industriali.

3.2.2.3 Servizi Finanziari e Fondi di Investimento (Financials)

Il settore finanziario è tra i più rappresentati nei delisting, sia per la presenza di istituzioni finanziarie sia per l'attivismo del private equity. I fondi di investimento hanno giocato un ruolo chiave nel:

- Consolidare aziende del settore.
- Aumentare la redditività attraverso ristrutturazioni strategiche.
- Favorire operazioni private, riducendo l'attrattiva della Borsa.

Esempi emblematici includono Guala Closures e IMA SpA, in cui il private equity ha garantito autonomia strategica agli investitori.

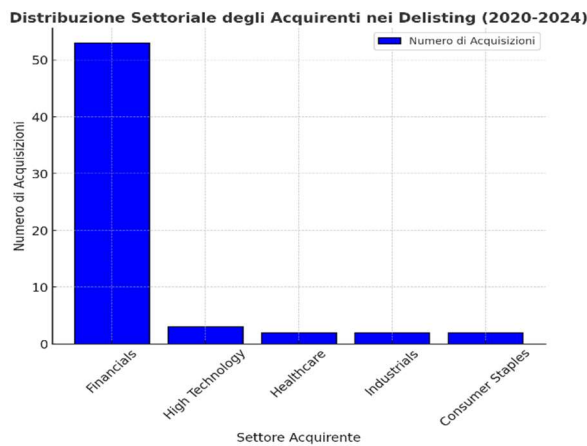
3.2.2.4 Beni di Consumo e Settore Alimentare (Consumer Staples & Consumer Products and Services)

Anche il settore consumer ha visto diversi delisting, con aziende come La Doria SpA e Tod's SpA, che hanno optato per il delisting per:

- Espandersi nei mercati internazionali senza le limitazioni della Borsa.
- Riposizionare il brand senza le pressioni del mercato pubblico.
- Ridurre l'esposizione alle oscillazioni azionarie, particolarmente critiche per il lusso

3.3. Macro e Micro Industry degli Acquirenti

Figura 19 Distribuzione settoriale degli acquirenti nei delisting (2020-2024)



Fonte Refinitiv

3.3.1. Distribuzione Settoriale degli Acquirenti nei Delisting (2020-2024) e il Ruolo dei Fondi di Private Equity

L'analisi della distribuzione settoriale degli acquirenti nei delisting italiani tra il 2020 e il 2024 evidenzia un dominio assoluto del settore finanziario, con una prevalenza netta

dei fondi di private equity (PE) rispetto agli altri operatori. Il grafico mostra che oltre l'80% delle acquisizioni è stato effettuato da entità finanziarie, lasciando agli altri settori un ruolo marginale. Questo dato conferma la centralità del private equity come principale motore delle operazioni di delisting in Italia.

3.3.1.1 Il Ruolo Predominante del Settore Finanziario

I fondi di private equity hanno dimostrato una spiccata capacità di individuare aziende sottovalutate o con elevato potenziale strategico, utilizzando strumenti finanziari avanzati per acquisirle e riorganizzarle. Tra le principali strategie adottate vi sono:

- **Leverage Buyout (LBO):** Acquisizione finanziata in gran parte con debito, con l'obiettivo di migliorare la redditività della società target attraverso interventi di ristrutturazione. Esempi di operazioni LBO nei delisting italiani includono Guala Closures e IMA SpA, entrambe oggetto di acquisizioni finalizzate a ottimizzare la gestione aziendale lontano dai vincoli del mercato pubblico.
- **Offerta Pubblica di Acquisto (OPA):** Metodo utilizzato per ottenere il controllo totale della società e ritirarla dalla Borsa. Atlantia e Tod's sono esempi di aziende che, dopo essere state acquisite tramite un'OPA, sono state delistate per garantire maggiore flessibilità strategica agli investitori.
- **Management Buyout (MBO):** Coinvolgimento del management aziendale nell'operazione di acquisizione, garantendo continuità nella gestione. Sababa Security SpA ha seguito questa strategia, con il supporto di fondi PE.

Questi strumenti hanno permesso ai PE di acquisire aziende appartenenti a diversi settori, gestendo le operazioni attraverso veicoli finanziari specializzati. Il delisting ha rappresentato uno strumento strategico per attuare piani di sviluppo e ristrutturazione senza la pressione delle regolamentazioni e degli investitori pubblici.

3.3.2. Motivazioni dei Delisting

Le motivazioni strategiche dietro i delisting sono spesso profondamente radicate nelle esigenze di lungo termine delle società coinvolte, che vedono nell'abbandono del mercato pubblico un'opportunità per perseguire obiettivi di ristrutturazione, espansione

internazionale e innovazione. Questi obiettivi, sebbene variabili a seconda del settore e del contesto specifico, riflettono una comune necessità di liberarsi dalle restrizioni imposte dalla quotazione in borsa per adottare strategie più flessibili e mirate.

Un primo elemento cruciale è la ristrutturazione aziendale, che rappresenta una delle principali motivazioni dietro molte operazioni di delisting. Allontanarsi dalle pressioni del mercato pubblico consente alle società di focalizzarsi su riorganizzazioni interne senza il vincolo di dover soddisfare costantemente le aspettative degli investitori trimestrali. Andrea Della Valle, co-fondatore di Tod's SpA, ha dichiarato: *"La pressione dei mercati finanziari spesso distoglie l'attenzione dal lungo termine. Ritirare l'azienda dalla Borsa è stata una scelta necessaria per consentire una maggiore libertà strategica e rafforzare la nostra visione futura"*¹²⁸. Questo tipo di approccio permette alle aziende di realizzare cambiamenti strutturali che sarebbero difficilmente attuabili sotto l'occhio costante del mercato pubblico.

Un'altra motivazione comune è l'espansione internazionale, particolarmente rilevante per società con prodotti o servizi che possono essere scalabili a livello globale. È il caso di La Doria SpA, che ha puntato a rafforzare la propria presenza nei mercati esteri sfruttando la maggiore flessibilità offerta dalla proprietà privata. Come riportato in un'intervista con i dirigenti dell'azienda, *"Essere privati ci permette di investire in nuovi mercati con decisioni rapide e mirate, senza l'ostacolo dei vincoli imposti dagli investitori pubblici"*¹²⁹. Questa libertà decisionale è stata essenziale per il successo delle loro strategie di internazionalizzazione.

Infine, l'innovazione e la digitalizzazione costituiscono un pilastro fondamentale per molte società, in particolare nel settore tecnologico. Aziende come ReeVo SpA e Digital360 hanno scelto il delisting per concentrarsi sull'implementazione di tecnologie avanzate e sullo sviluppo di soluzioni innovative. In un comunicato ufficiale, il CEO di ReeVo ha sottolineato: *"La trasformazione digitale richiede investimenti significativi e una visione a lungo termine. Rimuovendo le limitazioni del mercato pubblico, possiamo concentrare tutte le risorse su innovazione e crescita"*¹³⁰. Questo approccio permette

¹²⁸ Reuters, *"Tod's CEO sees luxury sector improving in seven or eight months,"* Reuters, 20 settembre 2024

¹²⁹ Investindustrial, *"Delisting of La Doria S.p.A."* Comunicato stampa, 30 maggio 2022

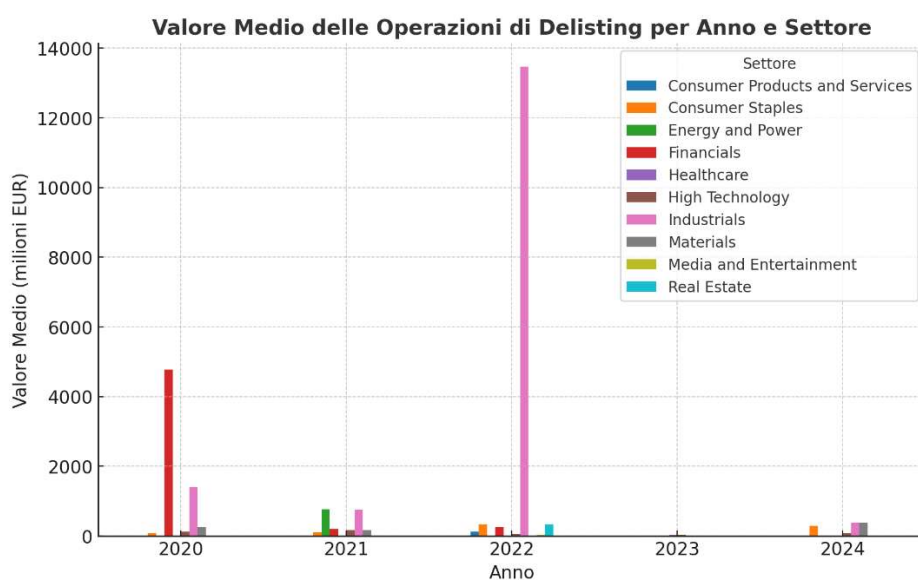
¹³⁰ HealthTech 360, *"Digital360: Opa e delisting,"* 20 maggio 2023,

alle società di posizionarsi come leader nei loro rispettivi settori, rispondendo rapidamente alle mutevoli esigenze del mercato.

Queste motivazioni strategiche evidenziano come il delisting non sia semplicemente una scelta di opportunità finanziaria, ma un passo strategico consapevole per affrontare le sfide del mercato globale e adattarsi ai nuovi paradigmi economici. La possibilità di agire senza le limitazioni imposte dai mercati pubblici rappresenta per molte aziende una leva cruciale per realizzare il loro pieno potenziale.

3.4. Analisi del Valore Medio delle Operazioni di Delisting per Anno e Settore (2020-2024) – Contesto e Motivazioni

Figura 20 Valore Medio delle Operazioni di Delisting per Anno e Settore



Fonte: Refinitiv

L'analisi del valore medio delle aziende delistate tra il 2020 e il 2024 evidenzia come il fenomeno non sia distribuito uniformemente tra i settori, ma segua dinamiche specifiche legate al contesto economico e alle strategie di finanziamento delle imprese. I numeri mostrano come alcuni comparti abbiano registrato operazioni di valore particolarmente elevato, mentre altri abbiano mantenuto una presenza più contenuta nel processo di delisting.

Year Announced	Consumer Products and Services	Consumer Staples	Energy and Power	Financials	Healthcare	High Technology	Industrials	Materials	Media and Entertainment	Real Estate
2020	0	77,14	0	4772,95	0	119,351	1415,101	258,13	3,656	0
2021	11,8	102,893	768,052	202,4315	0	170,51767	746,7548	169,9935	0	0
2022	118,0555	338,149	0	267,3603	0	65,336	13467,065	0	28,313	331,7395
2023	0	12,704	0	0	32,782	27,11775	0	0	0	0
2024	0	296,07	0	15,672	22,887	80,346	387,601	386,559	0	0

3.4.1 Industrials: il settore con le operazioni di maggior valore

Il settore industriale emerge con forza tra quelli più coinvolti nelle operazioni di delisting, soprattutto nel 2022, anno in cui ha registrato un valore medio di 13.467 milioni di EUR, il più elevato dell'intero periodo considerato. Questo dato riflette operazioni su larga scala, come il delisting di IMA SpA, che ha lasciato la Borsa per essere acquisita da Investindustrial, una mossa volta a garantire maggiore libertà strategica e accelerare l'innovazione tecnologica. Tuttavia, il settore ha mostrato un andamento piuttosto irregolare: nel 2020 il valore medio era stato 1.415 milioni di EUR, sceso poi a 746,7 milioni di EUR nel 2021. Dopo il picco del 2022, non si sono registrate operazioni nel 2023, mentre nel 2024 il valore medio è tornato a 387,6 milioni di EUR, segnale di un trend in fase di normalizzazione.

3.4.2 Financials: un settore in ritirata dal mercato pubblico

Anche il comparto finanziario ha avuto un ruolo importante nel delisting, soprattutto nel 2020, quando il valore medio delle aziende delistate ha raggiunto 4.772 milioni di EUR, un dato significativamente alto rispetto agli anni successivi. L'uscita di numerose società finanziarie dai mercati pubblici in questa fase può essere attribuita alle incertezze causate dalla pandemia e alla necessità di ridurre l'esposizione alla volatilità dei mercati azionari. Tuttavia, già nel 2021 il valore medio delle operazioni si è ridotto a 202,4 milioni di EUR, per poi stabilizzarsi a 267,3 milioni di EUR nel 2022 e scendere drasticamente nel 2024 a 15,6 milioni di EUR, segno che il fenomeno ha perso rilevanza con il miglioramento del contesto macroeconomico.

3.4.3 High Technology e Healthcare: settori in trasformazione

Il settore tecnologico ha mostrato un andamento piuttosto altalenante, con un valore medio di 119,3 milioni di EUR nel 2020, aumentato a 170,5 milioni di EUR nel 2021, per poi scendere a 65,3 milioni di EUR nel 2022 e a 27,1 milioni di EUR nel 2023. Nel 2024, tuttavia, il valore è risalito a 80,3 milioni di EUR, suggerendo un rinnovato interesse da parte degli investitori privati per aziende tech con alto potenziale di crescita. Il caso di Digital360 SpA è emblematico di questa tendenza: il delisting è stato

motivato dalla necessità di ridurre i costi di compliance e reperire risorse per espandersi nel settore dell'intelligenza artificiale e dei servizi cloud.

Il settore healthcare, invece, ha registrato valori più contenuti, con assenza di operazioni fino al 2023, anno in cui il valore medio è stato di 32,7 milioni di EUR, seguito da 22,8 milioni di EUR nel 2024. Questo andamento suggerisce che le aziende sanitarie, caratterizzate da una maggiore stabilità finanziaria, abbiano meno bisogno di abbandonare il mercato pubblico rispetto ad altri comparti.

3.4.4 Consumer Staples e Consumer Products: il ritorno del delisting nel 2024

Nei settori Consumer Staples e Consumer Products, il valore medio delle operazioni ha mostrato un picco nel 2022, con 338,1 milioni di EUR per Consumer Staples e 118 milioni di EUR per Consumer Products. Dopo un calo nel 2023, rispettivamente a 12,7 milioni di EUR e 0 milioni di EUR, il 2024 ha visto una nuova crescita del valore medio per Consumer Staples, che ha raggiunto 296,1 milioni di EUR. Questo trend suggerisce un consolidamento del settore, con aziende che scelgono il delisting per riorganizzarsi strategicamente, come nel caso di Tod's SpA, che ha lasciato la Borsa per concentrarsi su una strategia di riposizionamento nel segmento del lusso.

3.4.5 Altri settori: variazioni e operazioni sporadiche

Il settore Materials ha registrato una crescita significativa nel 2024, con un valore medio di 386,5 milioni di EUR, segnale di un aumento delle operazioni di delisting in questo comparto. Al contrario, il settore Media and Entertainment ha avuto operazioni limitate, con un valore massimo nel 2022 (28,3 milioni di EUR), mentre Real Estate ha visto una sola operazione rilevante, nel 2022, con un valore di 331,7 milioni di EUR.

3.5. Implicazioni della Predominanza dei Fondi di Private Equity nei Delisting e Analisi delle Principali Operazioni

Il controllo crescente dei fondi di private equity sui delisting italiani solleva diverse questioni in termini di governance, mercato finanziario e trasparenza:

- **Concentrazione del controllo aziendale:** Le aziende delistate passano da una struttura di governance pubblica a una gestione privata con minori vincoli normativi, riducendo il numero di società disponibili per gli investitori retail.

- Diminuzione della liquidità della Borsa Italiana: La progressiva uscita di società dal mercato pubblico riduce l'attrattività della Borsa per gli investitori istituzionali e limita le opportunità di investimento¹³¹.
- Minore trasparenza e accountability: Le aziende private non sono più soggette agli obblighi di disclosure pubblica, rendendo più difficile il monitoraggio delle loro operazioni e strategie da parte del mercato.
- Gestione di asset strategici da parte di investitori privati: La cessione di infrastrutture critiche a fondi di private equity, come nel caso di Atlantia (Blackstone & Benetton), solleva preoccupazioni sulla gestione di asset di rilevanza nazionale da parte di soggetti privati con finalità di massimizzazione del rendimento.

A livello internazionale, Francia e Germania hanno adottato regolamentazioni per limitare il delisting di aziende strategiche, mentre in Italia il fenomeno resta poco regolamentato. Questa tendenza potrebbe incentivare un'ulteriore ondata di delisting nei prossimi anni, con un impatto significativo sulla struttura del mercato borsistico nazionale.

3.5.1. Interventi dei Fondi di Private Equity e Strategie delle Società Delistate

I fondi di private equity hanno agito sfruttando vari obiettivi delle società target che il mercato pubblico non era riuscito a sviluppare appieno. Alcuni casi significativi includono:

- **Falck Renewables SpA:** Acquisita dal fondo statunitense Infrastructure Investments Fund (IIF), affiliato a JP Morgan, con l'obiettivo di rafforzare la sua posizione nel settore delle energie rinnovabili, espandendo la capacità produttiva e consolidandosi nei mercati emergenti legati alla sostenibilità ambientale. Questo caso evidenzia il crescente interesse dei fondi americani per asset sostenibili di lungo termine.
- **La Doria SpA:** Acquisita dal fondo italiano Investindustrial, con l'obiettivo di favorire l'internazionalizzazione e migliorare l'efficienza operativa. La strategia

¹³¹ Intermonte & Politecnico di Milano, "Il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana," marzo 2022

di Investindustrial ha permesso di consolidare il ruolo di La Doria come leader globale nella produzione di beni alimentari di largo consumo, rappresentando un esempio di valorizzazione delle eccellenze nazionali nei mercati internazionali.

- **Prima Industrie SpA:** Acquisita da Alpha Private Equity, fondo europeo con sede in Francia e Lussemburgo. L'operazione si è focalizzata sul rafforzamento del posizionamento internazionale dell'azienda e sull'incremento della capacità produttiva nel settore delle macchine utensili per la lavorazione del metallo, dimostrando l'interesse dei fondi europei per la competitività tecnologica e industriale.
- **Guala Closures SpA:** Passata sotto il controllo di Investindustrial, che ha puntato su un forte investimento nell'innovazione di prodotto e nella sostenibilità, con l'obiettivo di rafforzare la leadership dell'azienda nel settore del packaging e delle chiusure avanzate.
- **Be Shaping The Future SpA:** Acquisita da NB Renaissance Partners, fondo con sede in Lussemburgo, con una strategia mirata all'accelerazione della trasformazione digitale e all'espansione internazionale dei servizi di consulenza tecnologica, dimostrando il crescente interesse dei PE per il settore IT e dell'innovazione.
- **Sababa Security SpA:** Entrata nel portafoglio di HWG Group, fondo italiano specializzato in cybersecurity. L'operazione ha avuto come focus lo sviluppo di soluzioni avanzate per la protezione dei dati e l'espansione delle operazioni in Europa, evidenziando l'interesse per un settore cruciale come la sicurezza informatica.

Questi casi dimostrano come i fondi di private equity abbiano sfruttato le opportunità offerte dal delisting per intervenire in settori strategici, favorendo crescita, riorganizzazione e innovazione. Mentre alcuni fondi si sono concentrati su asset sostenibili o tecnologici, altri hanno puntato su aziende industriali e consumer con forti prospettive di internazionalizzazione, ridefinendo il panorama economico italiano.

3.5.2. Strumenti Utilizzati

Le operazioni di delisting in Italia, condotte principalmente dai fondi di private equity (PE) tra il 2020 e il 2024, hanno utilizzato una vasta gamma di strumenti finanziari per ottimizzare le acquisizioni e massimizzare il rendimento degli investimenti. Questi strumenti, tuttavia, non vengono impiegati in modo isolato: spesso si assiste a una combinazione di metodi adattati alle caratteristiche specifiche della società target e alle condizioni di mercato. Analizzando le operazioni condotte nel periodo preso in esame, è evidente come il successo di queste acquisizioni derivi proprio dall'integrazione flessibile di strategie multiple. Di seguito vengono descritti i principali strumenti utilizzati dai fondi PE nei delisting, con esempi concreti che illustrano come le società target siano state gestite lungo le diverse fasi dell'operazione.

Leverage Buyout (LBO)

Uno degli strumenti più diffusi nelle operazioni di delisting è il Leverage Buyout (LBO), un metodo che consente ai fondi PE di acquisire una società utilizzando una quota significativa di debito. Questo strumento è particolarmente efficace quando la società target dispone di flussi di cassa stabili e asset tangibili che possono essere utilizzati come garanzia per il finanziamento del debito. Ad esempio, l'acquisizione di Guala Closures SpA è stata condotta tramite un LBO, in cui il fondo ha finanziato l'acquisto sfruttando la leva finanziaria. Una volta completata l'acquisizione, il debito viene trasferito alla società target, che lo ripaga utilizzando i propri flussi di cassa futuri.

Tuttavia, l'LBO da solo non è sempre sufficiente per portare a termine un'operazione di delisting. In molti casi, come quello di Guala Closures, il fondo ha successivamente utilizzato un altro strumento, l'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA), per acquisire tutte le azioni residue e completare il delisting dal mercato pubblico. Questo dimostra come il successo di un'acquisizione dipenda dalla combinazione di diversi strumenti finanziari, che consentono ai PE di ottenere il controllo completo della società target e di finalizzare l'uscita dal mercato azionario¹³².

¹³² Giorgio D'Angelo, "Il leveraged buy-out: aspetti teorici sull'operazione e la sua evoluzione nel contesto italiano," tesi di laurea, Università LUISS Guido Carli, 2023

Offerta Pubblica di Acquisto (OPA)

L'OPA rappresenta uno degli strumenti più diretti per ottenere il controllo di una società quotata e procedere al suo delisting. Questo metodo prevede che l'acquirente presenti un'offerta agli azionisti per acquistare le loro azioni a un prezzo prestabilito. Nel caso di Atlantia SpA, ad esempio, il fondo Blackstone, in collaborazione con la famiglia Benetton, ha lanciato un'OPA per ottenere il controllo della società, ritirandola successivamente dalla Borsa Italiana. L'operazione ha permesso di evitare le fluttuazioni di mercato e di focalizzarsi su una strategia di lungo termine per la gestione delle infrastrutture autostradali¹³³.

Analogamente, l'OPA è stata utilizzata in molte altre operazioni, come quella di IMA SpA, dove Investindustrial ha lanciato un'offerta per acquisire le azioni residue e completare il delisting. Questo approccio è particolarmente efficace quando l'obiettivo è eliminare le pressioni esercitate dagli investitori pubblici e implementare strategie di ristrutturazione senza dover rendere conto ai mercati¹³⁴.

Management Buyout (MBO)

Il Management Buyout (MBO) è un'altra strategia frequentemente utilizzata nei delisting, in cui il management interno della società target, spesso supportato da un fondo PE, acquisisce il controllo dell'azienda. Questo tipo di operazione è particolarmente vantaggioso in quanto consente di mantenere una continuità gestionale, riducendo il rischio di discontinuità operativa. Un esempio rilevante è rappresentato dall'acquisizione di Sababa Security SpA, dove il management interno ha collaborato con un fondo per rilevare la società e ritirarla dalla Borsa. Il MBO è particolarmente utile in settori tecnologici o di nicchia, dove il know-how del management è un asset fondamentale per il successo futuro dell'azienda¹³⁵.

Carve-Out di Asset Non Strategici

Un'altra tecnica impiegata dai fondi PE è il carve-out, ovvero la vendita o la separazione di asset non strategici per concentrare le risorse sugli asset core dell'azienda. Questo metodo è stato utilizzato, ad esempio, nel caso di Prima Industrie

¹³³ "Atlantia set to be delisted as buyout bid reaches 90% threshold," Reuters, 24 novembre 2022

¹³⁴ "IMA, delisting vicino: l'OPA di BC Partners supera il 95%," Il Sole 24 Ore, 20 gennaio 2021

¹³⁵ "Sababa Security: il management lancia un MBO per il delisting," Milano Finanza, 15 marzo 2023

SpA, dove alcune divisioni ritenute non essenziali sono state cedute per rafforzare il posizionamento dell'azienda nel settore delle macchine utensili. Il carve-out permette di migliorare l'efficienza operativa, liberando risorse finanziarie che possono essere reinvestite nelle attività principali dell'azienda¹³⁶.

Perché gli stessi strumenti vengono utilizzati per le stesse società?

È importante sottolineare che non esiste un unico strumento adatto a tutte le operazioni di delisting. I fondi PE utilizzano una combinazione di metodi per affrontare le diverse fasi dell'acquisizione:

1. Fase iniziale: LBO o MBO per ottenere il controllo iniziale.
2. Fase intermedia: OPA per formalizzare l'acquisizione e acquisire le azioni residue.
3. Fase post-acquisizione: Ristrutturazione del debito o carve-out per migliorare la sostenibilità finanziaria e l'efficienza operativa.

Questa flessibilità strategica consente ai fondi PE di adattarsi rapidamente alle condizioni di mercato e di massimizzare il valore delle società target. In definitiva, il successo di un'operazione di delisting dipende dalla capacità del fondo di utilizzare in modo sinergico diversi strumenti, bilanciando rischi e opportunità per garantire un rendimento ottimale nel lungo periodo.

3.6 Critiche alla normativa Italiana ed europea

Le normative attuali non riescono a garantire un ambiente favorevole alla permanenza delle società nei mercati pubblici, esponendo le aziende a sfide che spesso le spingono verso la privatizzazione. Tra i problemi principali:

- **Costi di Conformità:** La normativa MiFID II, introdotta con l'obiettivo di aumentare la trasparenza e la protezione degli investitori, impone alle società quotate obblighi complessi e onerosi. Questi costi di compliance gravano in modo particolare sulle PMI, che rappresentano una parte significativa del tessuto economico italiano. La sproporzione tra benefici percepiti e costi effettivi

¹³⁶ "Prima Industrie cede divisioni non strategiche per focalizzarsi sul core business," La Stampa, 10 febbraio 2022

costituisce un disincentivo per molte imprese, che vedono nella privatizzazione una via più sostenibile¹³⁷.

- **Fiscalità Sfavorevole:** Il sistema fiscale italiano ed europeo non offre un trattamento competitivo per le società quotate rispetto a quelle private. Le imprese che scelgono di restare in Borsa devono affrontare oneri fiscali più elevati e regimi meno flessibili, penalizzando così la scelta della quotazione rispetto al delisting.
- **Mancanza di Incentivi per le IPO e la Permanenza in Borsa:** A differenza di altri contesti internazionali, in Italia mancano misure concrete per incentivare l'ingresso e la permanenza delle aziende nei mercati regolamentati. Questa lacuna riduce la capacità del mercato pubblico di attrarre nuove società, limitando la diversificazione e la liquidità del sistema finanziario¹³⁸.

3.7. Il problema della sottovalutazione “tecnica”: un’occasione ulteriore per i PE e le critiche alle normative Italiane ed Europee

3.7.1 Il fenomeno sottovalutativo

Insieme alle tematiche affrontate fino ad ora, vi è anche una motivazione “tecnica” per i delisting dal mercato italiano (ed europeo) che deriva dal pricing degli strumenti presenti su quest’ultimo

Il fenomeno della sottovalutazione dei titoli sul mercato azionario italiano si inserisce in un contesto più ampio di inefficienze strutturali che caratterizzano il mercato finanziario del Paese. La persistenza di valutazioni inferiori rispetto al valore intrinseco delle aziende quotate non rappresenta soltanto un’anomalia di pricing, ma riflette anche problematiche sistemiche che incidono sulla competitività delle imprese e sulla capacità del mercato di attrarre investitori di elevato profilo.

Uno dei principali fattori che alimentano la sottovalutazione è l’asimmetria informativa tra investitori e imprese. La trasparenza finanziaria delle società italiane, pur garantita da norme rigorose, in molti casi non risulta sufficiente a convincere gli investitori istituzionali di lungo periodo a puntare con decisione sui titoli quotati in Piazza Affari.

¹³⁷ Consob, Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI, di Simone Alvaro, Stefano Caselli e Doina D’Eramo, Quaderni Giuridici n. 18, dicembre 2018,

¹³⁸ Banca d'Italia, *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?*, Quaderni di Ricerca Giuridica n. 86, agosto 2019

Il problema si amplifica nelle aziende a media e bassa capitalizzazione, che soffrono di un coverage limitato da parte degli analisti e di volumi di scambio ridotti. Il rischio percepito, di conseguenza, tende ad aumentare, mentre il prezzo di mercato tende a scontare le incertezze, fissandosi a livelli inferiori rispetto ai fondamentali economici delle società¹³⁹.

3.7.1.1 La scarsa liquidità come fattore chiave della sottovalutazione

Un ulteriore e cruciale elemento di distorsione è rappresentato dalla scarsa liquidità del mercato azionario italiano. Molte imprese, specialmente al di fuori del FTSE MIB, presentano una capitalizzazione modesta e un flottante ridotto, caratteristiche che possono favorire una maggiore volatilità dei prezzi. L'esiguità dei volumi di scambio rende più difficoltosa la scoperta di un valore coerente con i fondamentali, poiché anche transazioni di importo contenuto possono generare oscillazioni di prezzo significative. Inoltre, spread denaro-lettera più ampi riflettono un mercato meno efficiente, nel quale gli investitori potrebbero subire un costo implicito più elevato quando desiderano entrare o uscire dalle posizioni.

La limitata presenza di investitori istituzionali e la debolezza del mercato secondario contribuiscono a ridurre il numero di scambi, accentuando la distanza tra prezzo e valore reale del titolo. In mercati più liquidi, invece, la costante attività di trading tende a favorire una valutazione più vicina ai fondamentali, in quanto le informazioni disponibili si riflettono con maggiore immediatezza nei prezzi. Nel panorama italiano, la scarsa liquidità si traduce spesso in un circolo vizioso: i prezzi sottostimati allontanano ulteriormente gli investitori, e la riduzione dei volumi di scambio perpetua la sottovalutazione stessa¹⁴⁰.

Da un punto di vista macro, la liquidità condiziona anche il costo del capitale per le imprese: quanto più un titolo è scambiato in modo sporadico, tanto maggiore sarà lo spread richiesto dagli investitori, che considerano l'eventuale difficoltà nel disinvestire rapidamente. Questo si traduce in un costo del capitale più elevato, penalizzando le

¹³⁹ Scopsi, Martina. "Il delisting di azioni dal mercato regolamentato tra autonomia privata e tutela degli investitori." *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2017

¹⁴⁰ Banca d'Italia. "Il doppio vincolo delle asimmetrie informative nei mercati over-the-counter." *Temi di Discussione*, n. 1128, 2017

aziende quotate che, di conseguenza, possono vedersi attribuire multipli più bassi rispetto a concorrenti analoghi operanti su piazze borsistiche più liquide.

3.7.1.2 La governance aziendale e il ruolo degli azionisti di controllo

Sul fronte della governance, il mercato italiano è spesso caratterizzato dalla presenza di un azionista di riferimento che detiene la maggioranza del capitale o, comunque, un potere di controllo significativo¹⁴¹. Questa configurazione riduce il flottante disponibile, rendendo il titolo meno appetibile per i grandi fondi d'investimento internazionali, i quali generalmente prediligono aziende con una proprietà più frazionata e con maggiori volumi di scambio. Inoltre, la contendibilità delle società quotate risulta limitata, poiché i takeover ostili o le operazioni di acquisizione strategica diventano complessi da portare a termine. La scarsa contendibilità riduce le opportunità di un riallineamento automatico tra prezzo e valore attraverso operazioni di mercato, mantenendo così viva la distorsione valutativa¹⁴².

3.7.1.3 L'analisi delle imprese: il Discounted Cash Flow (DCF) e la penalizzazione delle società italiane

Sul piano dell'analisi fondamentale, le metodologie di valutazione più diffuse – in particolare il Discounted Cash Flow (DCF) – possono contribuire alla sottovalutazione dei titoli italiani in virtù di alcuni parametri di input che risultano spesso poco favorevoli per le imprese nazionali. Il DCF si basa infatti sulla stima dei flussi di cassa futuri e sul loro attualizzamento a un tasso di sconto che rispecchi il rischio dell'investimento. I principali fattori che incidono su questo tasso di sconto sono la struttura del capitale (levatura finanziaria, costo del debito), il rischio Paese (country risk premium) e il beta dell'azienda, un indice che misura la volatilità del titolo rispetto al mercato complessivo.

Struttura finanziaria: Le imprese italiane, soprattutto di dimensioni medio-piccole, spesso ricorrono al credito bancario con frequenza maggiore rispetto ad analoghi operatori internazionali, generando un leverage talvolta più elevato¹⁴³. Questo si traduce

¹⁴¹ Comitato per la Corporate Governance, Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane 2019 (Milano: Borsa Italiana, 2019).

¹⁴² Marco Becht, Andrea Polo, e Stefano Rossi, "Does Mandatory Shareholder Voting Prevent Bad Acquisitions?" *Review of Financial Studies* 29, no. 11 (2016): 3035–3067

¹⁴³ Fondazione OIV, *La valutazione delle aziende: principi e metodi* (Milano: OIV, 2020).

in un costo del capitale di debito (k_d) sensibilmente più alto, specie quando la congiuntura economica impone tassi di interesse crescenti o maggiori spread sul rischio.

Rischio Paese (country risk premium): L'Italia, secondo la percezione di molti investitori internazionali, presenta alcune criticità legate al debito pubblico e alla stabilità politica. Questo si riflette in un premio per il rischio più elevato, che incide direttamente sul tasso di sconto impiegato negli approcci DCF. Ne consegue che, a parità di flussi di cassa previsti, un'impresa italiana vedrà il proprio valore attuale netto (VAN) risultare inferiore rispetto a una concorrente operante in un Paese percepito come più stabile.

Beta e volatilità: In mercati poco liquidi, il beta dei singoli titoli può risultare anomalo. In presenza di scambi sporadici o di movimentazioni concentrate in particolari momenti, l'oscillazione di prezzo risulta più marcata, innalzando il beta e, di conseguenza, il costo del capitale proprio (k_e). Se a tutto questo si aggiunge l'incompletezza del coverage da parte degli analisti, si ottengono stime di volatilità che possono essere sovrastimate, penalizzando ulteriormente il DCF¹⁴⁴.

Per di più, la fase terminale del DCF (il cosiddetto valore di terminale) può essere fortemente condizionata dall'aspettativa di crescita e dalla stabilità del contesto economico. Nel caso di molte imprese italiane, gli analisti tendono a utilizzare tassi di crescita di lungo periodo piuttosto cautelativi, limitando la valutazione finale.

Il fenomeno dei delisting in Italia evidenzia una serie di criticità legate al contesto normativo e strutturale dei mercati finanziari, sia a livello nazionale che europeo. Tali problematiche non solo contribuiscono a rendere il mercato pubblico meno attraente per le imprese, ma riflettono anche limiti sistemici che minano la competitività e la resilienza del sistema finanziario italiano.

Un ulteriore punto di forza dei fondi di private equity è la grande disponibilità di capitali che possono mobilitare in tempi relativamente brevi. Questa "ampia liquidità" deriva in buona parte dai contributi di investitori istituzionali (come fondi pensione e compagnie assicurative), di family office e, più in generale, di soggetti con una notevole capacità finanziaria. Grazie a queste risorse, i PE riescono a condurre operazioni di

¹⁴⁴ Ministero dell'Economia e delle Finanze, Libro Verde sul Mercato dei Capitali in Italia (Roma: MEF, 2020).

investimento di dimensioni significative, intervenendo su aziende ritenute sottovalutate e approfittando dei multipli particolarmente bassi presenti sul mercato azionario italiano.

3.7.2 Il vantaggio dei Private Equity nella corsa alle acquisizioni

3.7.2.1 L'ampia disponibilità di liquidità

Come detto anche in precedenza, i Private Equity godono, grazie alla raccolta di capitali da individui ed istituzioni con una grossa mole di liquidità in eccesso, di una consistente quantità di denaro, che possono ulteriormente e in qualsiasi momento aumentare attraverso la sottoscrizione di nuove quote. La notevole capacità di raccolta di capitali da parte dei fondi di private equity si traduce, in primo luogo, in un vantaggio competitivo legato alla rapidità d'azione. Quando si presenta l'opportunità di acquisire un'impresa sottovalutata, la facoltà di impegnare e mobilitare ingenti somme in tempi ridotti permette ai PE di superare sul nascere l'eventuale concorrenza di operatori finanziari che necessitano di passaggi autorizzativi più complessi o che non dispongono di risorse altrettanto pronte. La disponibilità di liquidità, inoltre, rassicura coloro che, all'interno della società target, temono che l'acquirente possa non onorare gli impegni: potersi presentare con capitali certi e immediatamente erogabili rafforza la credibilità negoziale del fondo, riducendo gli ostacoli e i rinvii che spesso rallentano le transazioni.

Un aspetto cruciale è la struttura stessa dei fondi PE, in cui i cosiddetti limited partner (LP) – ossia gli investitori di rilievo come fondi pensione, compagnie assicurative e family office – concedono ai general partner (ossia i gestori del fondo) un mandato fiduciario a lungo termine, autorizzandoli a impiegare il capitale sottoscritto ogniqualvolta si presentino opportunità in linea con la strategia d'investimento¹⁴⁵. Se le risorse inizialmente raccolte risultano insufficienti o se il fondo individua ulteriori occasioni vantaggiose, la struttura flessibile di sottoscrizione consente di ampliare velocemente il bacino di liquidità, attingendo a nuovi impegni di capitale¹⁴⁶. In questo modo, i PE non subiscono pressioni immediate come un'emissione di titoli sul mercato, né dipendono completamente dalla ciclicità del credito bancario.

¹⁴⁵ Paul A. Gompers e Josh Lerner, *The Venture Capital Cycle* (Cambridge, MA: MIT Press, 1999).

¹⁴⁶ Andrew Metrick e Ayako Yasuda, "The Economics of Private Equity Funds," *The Review of Financial Studies* 23, no. 6 (2010): 2303–2341.

La conseguenza più evidente di tale meccanismo è la possibilità di adattare l'offerta alle esigenze specifiche del venditore, proponendo schemi di acquisizione ad hoc che vanno ben oltre il semplice corrispettivo in contanti. Poiché i fondi non sono vincolati a criteri standardizzati, possono decidere di suddividere il pagamento in più tranches, introdurre clausole di earn-out o prevedere che il cedente mantenga una quota minoritaria, così da accompagnare la crescita futura dell'impresa. Questa duttilità, resa possibile dalla solidità finanziaria del PE, agevola un dialogo costruttivo con gli imprenditori familiari o con gli azionisti di maggioranza, spesso restii a uscire interamente dalla compagine sociale. Al tempo stesso, la combinazione tra capitali immediatamente disponibili e strategie di acquisizione flessibili riduce sensibilmente l'incertezza tipica delle trattative complesse, accelerando i tempi di chiusura.

La rapidità del deal ha anche un risvolto significativo sul valore finale della transazione: un percorso negoziale troppo lungo o incerto può far emergere competitor inattesi o favorire l'instabilità interna della stessa società target, scoraggiando figure chiave del management o spingendo i soci di minoranza a ostacolare l'operazione¹⁴⁷. L'intervento di un fondo PE dotato di risorse ingenti e procedure decisionali snelle evita, invece, di esporre l'azienda a eccessive turbolenze, proteggendo nel contempo la reputazione del venditore. In questo modo, la certezza di realizzare in tempi rapidi l'investimento riduce la percezione complessiva di rischio, facilitando l'accettazione di una valutazione che si avvicina di più al reale potenziale dell'impresa, e non soltanto alla quotazione corrente del mercato borsistico.

In sostanza, la grande liquidità di cui dispongono i private equity si traduce in un vantaggio concorrenziale su più fronti: dalla celerità di esecuzione, che scongiura la dispersione di value a beneficio di terzi, alla capacità di negoziare condizioni d'acquisto che rispecchiano meglio le aspettative dei venditori. Tale dinamica migliora notevolmente l'efficienza allocativa del capitale, consentendo alle aziende sottovalutate di ricevere risorse adeguate per progetti di crescita e di rafforzamento, e fornendo al contempo ai PE un'ulteriore leva per massimizzare il ritorno degli investimenti.

3.7.2.2 Il fronte valutativo

¹⁴⁷ Francesca Cornelli e Oguzhan Karakas, "Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards?" London Business School and CEPR, February 2008

Sul fronte valutativo, i PE non si limitano ai metodi tradizionali per stimare il valore di un'impresa. Se da un lato considerano comunque i modelli DCF (Discounted Cash Flow) e i multipli di mercato (come il rapporto EV/EBITDA o P/E), è altrettanto vero che la loro metodologia di analisi risulta più ampia e articolata rispetto a quella di un tipico investitore di Borsa¹⁴⁸. In particolare, possono svolgere:

Analisi Scenario-Based

Spesso i PE mettono a punto scenari multipli, differenziati per ipotesi di crescita, margini operativi e struttura finanziaria futura dell'azienda¹⁴⁹. Si tratta di un approccio che tiene conto in modo dinamico delle possibili evoluzioni dei mercati di riferimento, delle strategie di espansione geografica e dell'eventuale necessità di ristrutturazioni interne. Grazie a questa prospettiva flessibile, riescono a identificare i punti di forza sottovalutati dal mercato e a quantificare correttamente i rischi, calibrando in maniera più robusta il costo del capitale rispetto a chi opera su logiche standardizzate.

Valutazione per Componenti (Sum of the Parts)

Un altro strumento frequentemente utilizzato dai PE è la cosiddetta sum of the parts, dove si valutano separatamente le diverse business unit dell'azienda target, riconoscendo che alcune di esse potrebbero presentare un potenziale di crescita molto maggiore rispetto all'insieme aggregato. Nel contesto italiano, questa metodologia può far emergere “gioielli” societari annidati in conglomerati apparentemente poco appetibili, ma che, scorporati o potenziati con piani ad hoc, possono generare valore ben al di sopra della quotazione corrente.

Strategic Fit e Sinergie Operative

Rispetto a un investitore retail, più concentrato sul rendimento derivante dalle fluttuazioni di prezzo, un fondo PE presta grande attenzione alle sinergie operative che potrebbero nascere dall'acquisizione. Se un'azienda target dispone di brevetti, reti commerciali o risorse umane di elevato profilo, spesso trascurate dai modelli valutativi tradizionali, i PE possono sfruttarle per creare sinergie con altre società già in

¹⁴⁸ Damodaran, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2012.

¹⁴⁹ Harris, Robert S., Tim Jenkinson, e Steven N. Kaplan. "Private Equity Performance: What Do We Know?" *The Journal of Finance* 69, n. 5 (2014): 1851–1882.

portafoglio. Questa “visione di portafoglio” consente di attribuire un valore ulteriore all’impresa, superando la semplice analisi dei multipli medi di settore.

Analisi della Capacità di Deleveraging

Un aspetto cruciale nei progetti di acquisizione è la valutazione della capacità dell’azienda target di gestire un maggior livello di indebitamento (leverage). I fondi PE sanno che, in presenza di flussi di cassa ricorrenti e stabili, è possibile sostenere un debito più elevato di quanto il mercato azionario, con le sue analisi prudenziali, tenda a riconoscere. In questo modo, l’impresa potrebbe finanziare più facilmente processi di crescita o di ristrutturazione. Il mercato pubblico, soprattutto se caratterizzato da poca liquidità e da un coverage analitico limitato, spesso non sconta in misura adeguata le potenzialità di generazione di cassa che un ambizioso piano strategico potrebbe sbloccare.

Da questa prospettiva, è chiaro come il fenomeno della sottovalutazione, sebbene nasca in buona parte da fattori di inefficienza e illiquidità del mercato italiano, possa tradursi in un vantaggio per operatori pronti a compiere analisi più approfondite. I fondi di private equity, grazie alla loro notevole dotazione di capitali e a metodi valutativi che spaziano oltre i canoni tradizionali, riescono a scorgere quei margini di miglioramento e quelle sinergie che altri investitori non colgono. È un meccanismo che, in ultima istanza, può contribuire a ricomporre l’equilibrio tra prezzo e valore, facendo emergere il potenziale inespresso di molte imprese italiane¹⁵⁰.

¹⁵⁰ Axelson, Ulf, Tim Jenkinson, Per Strömberg, e Michael S. Weisbach. "Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis." SSRN Electronic Journal, 2007.

Capitolo 4: Un Mercato dei Capitali per l'Europa: Integrazione, Crescita e Sovranità Economica

4.1 La Capital Markets Union e la visibilità delle imprese: implicazioni critiche sui delisting da parte dei Private Equity

La Capital Markets Union (CMU) è nata da un'idea semplice ma ambiziosa: rendere i mercati dei capitali europei un sistema più solido, integrato e capace di sostenere la crescita delle imprese. Quando Jean-Claude Juncker lanciò il progetto nel 2014, lo fece con l'obiettivo di superare le fragilità messe a nudo dalla crisi finanziaria e di dare alle imprese, soprattutto quelle piccole e medie, strumenti più efficaci per finanziarsi. È un progetto che mira a risolvere uno dei problemi storici dell'economia europea: la forte dipendenza dalle banche e l'incapacità dei mercati di attrarre capitali in modo competitivo rispetto ad altre realtà, come quella statunitense. In questo contesto, il fenomeno dei delisting rappresenta una delle sfide più significative. Quando un'azienda decide di uscire dalla borsa, l'impatto non riguarda solo gli azionisti: si perde trasparenza, si riduce la liquidità del mercato e si priva l'economia di strumenti fondamentali per crescere e innovare. Questo problema diventa ancora più rilevante se si pensa alle PMI, che spesso faticano a rimanere quotate a causa di costi e complessità regolamentari. Il cuore della CMU è proprio quello di costruire un sistema che renda più facile, e conveniente, restare sul mercato. Con una visione chiara e condivisa, si punta a rafforzare la fiducia degli investitori e a ridurre gli ostacoli per le imprese, rendendo il delisting un'opzione meno attraente. Come disse una volta Mario Draghi, “un mercato sano non è solo un'opportunità per le imprese, ma un bene per tutta la società”. Questo è, in fondo, lo spirito della CMU: rendere i mercati dei capitali un luogo dove le aziende possano crescere, innovare e contribuire al benessere economico dell'intera Unione Europea. La CMU è suddivisa in varie Actions e, ai fini della nostra tesi, abbiamo deciso di riprendere quelli che hanno un maggiore impatto sul tema dei delisting e che sono maggiormente utili ai fini di contrastarne l'utilizzo deleterio da parte dei Private Equity.

4.1.1 "Action 1: Maggiore visibilità delle imprese e trasparenza informativa per l'integrazione dei mercati pubblici europei".

L'Azione 1 del piano della Capital Markets Union (CMU) mira a rafforzare l'integrazione e la trasparenza dei mercati dei capitali europei attraverso l'implementazione dell'European Single Access Point (ESAP), una piattaforma digitale centralizzata per la raccolta e la diffusione di informazioni finanziarie e di sostenibilità delle imprese. Questo strumento rappresenta un passo significativo verso la riduzione delle asimmetrie informative tra gli investitori e l'incremento della visibilità delle aziende, in particolare delle PMI, agevolandone l'accesso ai mercati finanziari europei e migliorandone la capacità di attrarre capitale transfrontaliero.¹⁵¹

Tuttavia, l'adozione dell'ESAP porta con sé una serie di implicazioni rilevanti per il mercato dei private equity (PE), in particolare per quanto riguarda le operazioni di delisting. La maggiore accessibilità ai dati finanziari e operativi delle imprese quotate potrebbe incentivare i PE a individuare con maggiore precisione società sottovalutate o con governance migliorabile, facilitando operazioni di acquisizione e ritiro dal mercato pubblico.¹⁵² Sebbene ciò possa portare a un efficientamento della gestione aziendale, l'effetto netto potrebbe essere una riduzione della base societaria dei mercati regolamentati, contraddicendo uno degli obiettivi principali della CMU.

Un punto critico riguarda il potenziale utilizzo dell'ESAP per la due diligence da parte dei fondi di private equity¹⁵³. La semplificazione nell'accesso alle informazioni potrebbe ridurre i costi di ricerca e accelerare i processi di acquisizione, aumentando la competitività dei PE rispetto agli investitori pubblici. Questo trend, già osservato in mercati più maturi, potrebbe rafforzare l'attrattiva delle transazioni *public-to-private*, dove società precedentemente quotate vengono acquisite e trasformate sotto una gestione privata. In questo senso, mentre il miglioramento della visibilità e della trasparenza delle imprese può teoricamente favorire nuove IPO, nella pratica potrebbe

¹⁵¹ Commissione Europea. Proposta di regolamento che istituisce un punto di accesso unico europeo per informazioni finanziarie e di sostenibilità, COM(2021) 723 final.

¹⁵² Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea. Regolamento (UE) 2023/2859 del 13 dicembre 2023 che istituisce un punto di accesso unico europeo per informazioni rilevanti sui mercati finanziari. Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, L 2859, 2023

¹⁵³ Geranio, Mario, e Gianfranco Zanotti. "Equity Markets Do Not Fit All: An Analysis of Public-to-Private Deals in Continental Europe." *European Financial Management* 18, n. 5 (2007): 867-895

rendere più semplice l'identificazione di target interessanti per i PE, alimentando una tendenza contraria¹⁵⁴.

Un'altra implicazione chiave è la potenziale riduzione della trasparenza post-delisting. I fondi di private equity operano tradizionalmente con un modello gestionale caratterizzato da maggiore flessibilità e minore disclosure pubblica, un aspetto che si scontra con la logica dell'ESAP, orientata all'aumento della trasparenza finanziaria e alla standardizzazione delle informazioni. Il rischio è che l'ESAP si trasformi in un'arma a doppio taglio: se da un lato migliora l'accessibilità ai dati per gli investitori, dall'altro potrebbe favorire un drenaggio di società dal mercato pubblico verso il privato, riducendo il numero di aziende quotate disponibili per il pubblico retail e concentrando la creazione di valore in mani istituzionali.¹⁵⁵

Dal punto di vista regolamentare, le normative che disciplinano l'ESAP (Regolamento ESAP e Omnibus Directive del 2024¹⁵⁶) stabiliscono standard uniformi di trasparenza per tutte le imprese europee, ma non affrontano in maniera specifica le conseguenze sulle operazioni di delisting. Una maggiore armonizzazione tra la normativa sulla trasparenza e la disciplina delle acquisizioni private potrebbe rappresentare una soluzione per mitigare il rischio di un utilizzo speculativo delle informazioni fornite dall'ESAP. In particolare, l'introduzione di obblighi più stringenti di reportistica per le imprese che vengono delistate o un rafforzamento delle tutele per gli investitori di minoranza potrebbero ridurre l'asimmetria tra il mercato pubblico e quello privato.¹⁵⁷ [Potrebbe essere interessante individuare le categorie di informazioni più utili per gli investitori, con riferimento alle quali introdurre tali obblighi di reportistica]

In sintesi, mentre l'ESAP rappresenta un passo avanti per l'integrazione dei mercati dei capitali europei, il suo impatto sul private equity e sulle dinamiche di delisting deve essere attentamente monitorato. Un equilibrio tra trasparenza e incentivi

¹⁵⁴ Renneboog, Luc, Tim Simons, e Mike Wright. "Why Do Public Firms Go Private in the UK?" *Journal of Corporate Finance* 13, n. 4 (2007): 591-628.

¹⁵⁵ Martynova, M., & Renneboog, L. "A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?" *Journal of Banking & Finance* 32, no. 10 (2008): 2148-2177.

¹⁵⁶ European Parliament and Council of the European Union. *Omnibus Directive 2024*. Official Journal of the European Union, 2024.

¹⁵⁷ Acharya, V. V., Gottschalg, O., Hahn, M., & Kehoe, C. (2013). "Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity." *The Review of Financial Studies* 26, no. 2: 368-402.

all'investimento privato è essenziale per garantire che l'aumento della disponibilità di informazioni non si traduca in un'ulteriore contrazione del numero di società quotate, ma contribuisca a un rafforzamento della competitività e della sostenibilità del mercato finanziario europeo

4.1.2 "Action 2: Semplificazione delle regole di quotazione per le PMI e implicazioni normative nel contesto dei mercati pubblici europei".

L'Azione 2 del piano della Capital Markets Union (CMU) mira a rendere i mercati pubblici europei più accessibili e competitivi, con un'enfasi particolare sulle piccole e medie imprese (PMI). Questo obiettivo è cruciale per affrontare il problema del *financing gap* che penalizza le PMI rispetto alle grandi imprese e alle realtà operanti in mercati più sviluppati. Attualmente, le regole di quotazione impongono oneri normativi e finanziari significativi, dissuadendo molte aziende dal ricorrere alla borsa come fonte di finanziamento. Questa situazione rafforza il modello di finanziamento basato sul credito bancario e sull'investimento privato, alimentando la centralità dei fondi di private equity (PE) come alternativa dominante.¹⁵⁸

Il rapporto del *Technical Expert Stakeholder Group* (TESG) ha evidenziato come le complessità normative e i costi elevati di conformità costituiscano barriere all'ingresso per le PMI nei mercati regolamentati. Per ovviare a questo problema, le proposte TESG prevedono una revisione delle regole di accesso e permanenza nei mercati pubblici, con l'obiettivo di semplificare la documentazione di quotazione, allineare la definizione di PMI e rivedere il regime di abusi di mercato (*Market Abuse Regulation - MAR*)¹⁵⁹. Tuttavia, mentre queste riforme potrebbero agevolare nuove IPO e migliorare la competitività delle aziende già quotate, presentano anche implicazioni rilevanti per il mercato dei PE, influenzando direttamente le strategie di investimento e le operazioni di delisting.

Effetti sulle strategie di Private Equity

La riduzione delle barriere normative nei mercati pubblici potrebbe avere un impatto ambivalente sulle operazioni dei PE. Da un lato, l'abbattimento dei costi di quotazione e

¹⁵⁸ European Commission. A Capital Markets Union for People and Businesses—New Action Plan. COM(2020) 590 final. Brussels: European Commission, 2020.

¹⁵⁹ European Securities and Markets Authority (ESMA). Report on SME Growth Markets: Improving the Environment for Small Issuers. Paris: ESMA, 2021.

dei requisiti di compliance potrebbe favorire un aumento delle IPO e una maggiore attrattività dei mercati pubblici. Se la quotazione diventasse più conveniente e flessibile, alcune società potrebbero preferire raccogliere capitale tramite la borsa anziché ricorrere esclusivamente al private equity. Questo scenario potrebbe erodere, almeno parzialmente, il vantaggio competitivo dei PE, riducendo la loro influenza sui processi di finanziamento aziendale.

Dall'altro lato, la semplificazione normativa potrebbe paradossalmente rafforzare l'appel dei PE come attori del delisting. La minore rigidità regolatoria potrebbe incentivare i fondi di private equity a individuare aziende sottovalutate e a ritirarle più agevolmente dai mercati pubblici. Con costi di compliance più bassi e un accesso facilitato alle informazioni di mercato, i PE potrebbero trovare più conveniente acquisire società quotate, trasformarle con interventi strategici e rivenderle successivamente con un premio di valorizzazione. Questo fenomeno accentuerebbe il trend di riduzione del numero di società quotate, limitando le opportunità di investimento per il pubblico retail e consolidando la creazione di valore nelle mani di investitori istituzionali.¹⁶⁰

Una questione particolarmente rilevante riguarda il *regime di abusi di mercato (MAR)*. Attualmente, il rischio di sanzioni elevate per violazioni legate alla trasparenza e alla divulgazione di informazioni privilegiate rappresenta un deterrente alla quotazione per molte PMI. La proposta TESG mira a introdurre un approccio più proporzionato, riducendo il peso delle sanzioni e migliorando la chiarezza delle regole sulla disclosure. Tuttavia, un allentamento eccessivo di queste norme potrebbe generare effetti collaterali, facilitando operazioni speculative e aumentando il rischio di asimmetrie informative tra azionisti di maggioranza e investitori di minoranza. In questo contesto, i PE potrebbero sfruttare un quadro regolatorio più flessibile per acquisire con maggiore facilità aziende target, sfruttando eventuali opacità normative a proprio vantaggio.¹⁶¹

¹⁶⁰ Technical Expert Stakeholder Group (TESG). Empowering EU Capital Markets: Making Listing Cool Again. Brussels: European Commission, 2021.

¹⁶¹ European Securities and Markets Authority (ESMA). Market Abuse Regulation: Guidelines and Recommendations. Paris: ESMA, 2022.

Semplificazione e delisting: un rischio per la CMU?

L'implementazione delle riforme proposte dal TESG potrebbe dunque avere un effetto controproducente per gli obiettivi di lungo termine della CMU. Se da un lato la semplificazione normativa è indispensabile per rendere più competitivo il mercato pubblico, dall'altro, il rischio di incentivare involontariamente le operazioni di delisting potrebbe minare la stabilità e la profondità del mercato europeo dei capitali. Un sistema finanziario in cui le aziende preferiscono ritirarsi dalla borsa piuttosto che permanervi riduce la capacità del mercato pubblico di svolgere il proprio ruolo di allocazione trasparente ed efficiente del capitale¹⁶².

Questa contraddizione evidenzia la necessità di un equilibrio tra facilitazione dell'accesso ai mercati regolamentati e tutela degli investitori. Per evitare una "corsa al delisting", potrebbe essere utile introdurre meccanismi di salvaguardia che impongano obblighi informativi rafforzati per le operazioni *public-to-private*, garantendo una maggiore trasparenza nei processi di acquisizione da parte dei PE¹⁶³. Inoltre, un coinvolgimento più attivo delle autorità di vigilanza nel monitoraggio delle transazioni private potrebbe rappresentare un elemento chiave per prevenire abusi e garantire che le operazioni di mercato rispondano a logiche di crescita sostenibile anziché a mere speculazioni finanziarie¹⁶⁴.

Prospettive giuridiche e implicazioni per i Private Equity

Uno degli aspetti più rilevanti delle proposte TESG è la revisione della definizione di PMI con l'introduzione della categoria *Small and Medium Capitalisation Companies (SMC)*, che amplierebbe il numero di aziende qualificate per agevolazioni fiscali e regolatorie. Questo potrebbe tradursi in un aumento della liquidità per le aziende di medie dimensioni e in una maggiore diversificazione dell'offerta di strumenti finanziari nei mercati pubblici. Tuttavia, per i PE, una normativa più flessibile potrebbe rappresentare un'opportunità per acquisire aziende con elevato potenziale di crescita a condizioni più vantaggiose.

¹⁶² Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). *Strengthening SME Access to Finance: Recommendations for the Capital Markets Union*. Paris: OECD Publishing, 2022.

¹⁶³ Technical Expert Stakeholder Group (TESG). *Empowering EU Capital Markets: Making Listing Cool Again*. Brussels: European Commission, 2021.

¹⁶⁴ Ferrarini, Guido, and Paolo Giudici. "Regulating SMEs in EU Capital Markets: Challenges and Opportunities." *European Business Organization Law Review* 23, no. 1 (2022): 91–120.

Il rischio di una concorrenza regolamentare tra Stati membri, con politiche più permissive in alcuni Paesi per attrarre capitali, potrebbe inoltre favorire i grandi operatori internazionali di private equity a scapito delle aziende locali. Un'eccessiva frammentazione normativa potrebbe alimentare una competizione al ribasso (*race to the bottom*), penalizzando la stabilità complessiva del mercato europeo e rendendo meno efficace il coordinamento delle politiche di sviluppo dei capitali.

In sintesi, la revisione del quadro normativo per le PMI rappresenta una delle sfide centrali per la CMU. Se gestita correttamente, potrebbe ridurre il peso della regolamentazione sulle società quotate e migliorare la liquidità del mercato pubblico. Tuttavia, l'effetto netto sul private equity e sul fenomeno dei delisting dipenderà dall'equilibrio tra semplificazione normativa e tutela del mercato pubblico¹⁶⁵. Senza misure adeguate per mitigare i rischi legati alle acquisizioni speculative, il rischio è che le riforme, pur nate con l'intento di rafforzare il mercato dei capitali europeo, finiscano per accentuare la fuga delle imprese dalla borsa, compromettendo la profondità e la resilienza del mercato stesso.

4.1.3 Action 3: Sostenere strumenti per gli investimenti a lungo termine

L'Action 3 del piano Capital Markets Union (CMU) punta a rafforzare il mercato dei fondi di investimento a lungo termine europei (ELTIF), trasformandoli in un'alternativa più competitiva rispetto al finanziamento bancario tradizionale e agli investimenti in private equity (PE). Gli ELTIF sono strumenti regolamentati a livello europeo, progettati per incanalare capitali verso investimenti in infrastrutture strategiche, PMI non quotate e settori ad alta innovazione, contribuendo alla diversificazione delle fonti di finanziamento e alla stabilità del sistema finanziario¹⁶⁶.

¹⁶⁵ Technical Expert Stakeholder Group (TESG). Empowering EU Capital Markets: Making Listing Cool Again. Brussels: European Commission, 2021.

¹⁶⁶ Commissione Europea. "Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine." Brussels, 2021.

L'Eliminazione delle Barriere di Accesso: Un Rischio o un'Opportunità per il Mercato Pubblico?

Una delle modifiche più rilevanti riguarda l'abbassamento delle barriere di ingresso per gli investitori retail, attraverso:

- Minimi di investimento più bassi (ridotti da oltre 10.000 euro a cifre tra 1.000-5.000 euro),
- Strumenti frazionari, che consentirebbero agli investitori di acquistare porzioni di quote ELTIF, aumentando l'inclusività del mercato,
- Finestre di rimborso intermedie, per consentire liquidità parziale prima della scadenza del fondo, mitigando il rischio di illiquidità tipico di questi strumenti¹⁶⁷.

Queste misure aumentano l'attrattività del mercato pubblico e potrebbero contrastare la fuga di capitali verso i PE, tradizionalmente più esclusivi e meno trasparenti. Tuttavia, l'impatto sulla dinamica del delisting potrebbe essere ambivalente. Da un lato, una maggiore liquidità e accessibilità potrebbero incentivare nuove quotazioni, rendendo il mercato pubblico più competitivo rispetto alle operazioni di buyout dei PE. Dall'altro, il fatto che gli ELTIF investano anche in PMI non quotate potrebbe involontariamente sostenere il mercato privato, riducendo l'incentivo per alcune aziende a rimanere in borsa.

Private Equity vs. ELTIF: Conflitti e Sovrapposizioni

I fondi di private equity, che giocano un ruolo chiave nelle operazioni di delisting, differiscono dagli ELTIF per obiettivi e strategia. I PE puntano a operazioni ad alta leva finanziaria (LBO) e ristrutturazioni aggressive, spesso con un orizzonte d'investimento breve (3-7 anni), finalizzato alla vendita dell'azienda con elevati ritorni per gli investitori.

¹⁶⁷ European Commission. *"Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2015/760 on European Long-Term Investment Funds."* Brussels, 2021.

Gli ELTIF, invece, operano con una logica di lungo termine, incentivando modelli di governance più trasparenti e sostenibili, senza le pressioni del rendimento a breve termine.

L'ampliamento degli asset eleggibili negli ELTIF, incluso un maggiore focus su PMI non quotate e investimenti ESG, potrebbe costituire un'alternativa ai PE buyout, attirando capitali istituzionali che tradizionalmente avrebbero investito in private equity. Tuttavia, per garantire che gli ELTIF non diventino un canale parallelo di finanziamento privato, occorre rafforzare i requisiti di trasparenza e governance, impedendo che questi strumenti facilitino indirettamente strategie speculative simili a quelle dei PE.

Effetti Regolatori: Bilanciare Flessibilità e Controllo

L'ultima revisione del Regolamento ELTIF 2023 prevede maggiore flessibilità operativa per i gestori, come:

- Maggiore leva finanziaria, che aumenta il potenziale rendimento ma espone il mercato a rischi sistemici,
- Requisiti di trasparenza più rigorosi, per garantire che gli ELTIF non vengano utilizzati come veicolo di operazioni speculative o buyout non regolati,
- Incentivi fiscali per gli investitori retail e istituzionali, con possibili deduzioni fiscali sugli investimenti per stimolare la domanda¹⁶⁸¹⁶⁹.

Queste misure, se bilanciate correttamente, potrebbero aumentare la competitività del mercato pubblico senza alimentare distorsioni a vantaggio dei PE, che potrebbero altrimenti sfruttare le nuove regole per finanziare delisting sotto una forma diversa¹⁷⁰.

¹⁶⁸ European Securities and Markets Authority (ESMA). "Final Report: Draft Regulatory Technical Standards under the ELTIF Regulation." ESMA34-1300023242-159, 2023.

¹⁶⁹ Comitato Economico e Sociale Europeo. Review of the European Long-Term Investment Funds (ELTIFs) Regulation. Bruxelles: Comitato Economico e Sociale Europeo, 2023.

¹⁷⁰ Brown Brothers Harriman. ELTIF 2.0 – Practical Considerations within a New Landscape. 16 Maggio 2024

4.1.4 Action 8: Rafforzare la fiducia degli investitori retail e contrastare le inefficienze di mercato

Negli ultimi anni, il mercato dei capitali europeo ha affrontato una progressiva riduzione del numero di società quotate, con un ruolo sempre più centrale dei Private Equity (PE) nei processi di acquisizione e delisting. Una delle criticità principali che ha favorito questa tendenza è la debolezza strutturale della tutela degli investitori retail nei mercati pubblici, elemento che ha reso meno competitivo il finanziamento tramite quotazione rispetto alle alternative private. L'Action 8 della Capital Markets Union (CMU) si pone l'obiettivo di affrontare questa problematica introducendo riforme che rafforzino la trasparenza, riducano i conflitti di interesse e facilitino l'accesso alle informazioni finanziarie, rendendo così più competitivo il mercato pubblico nei confronti del private equity.

Una maggiore protezione degli investitori retail rappresenta un elemento essenziale per contrastare le strategie speculative dei PE, che spesso sfruttano l'asimmetria informativa e la scarsa trasparenza per acquisire e delistare società a condizioni vantaggiose, privando il mercato di aziende promettenti e riducendo le opportunità di investimento per i risparmiatori. Rendere le informazioni finanziarie più accessibili e comprensibili significa, dunque, non solo riequilibrare i rapporti di forza tra investitori istituzionali e retail, ma anche limitare le operazioni di delisting basate su valutazioni distorte o non completamente trasparenti. Tuttavia, per ottenere questi risultati, è necessario un intervento normativo chiaro e incisivo, capace di colmare le inefficienze attuali e rispondere alle esigenze di investitori meno sofisticati senza appesantire eccessivamente la regolamentazione dei mercati pubblici¹⁷¹¹⁷².

Trasparenza e Maggiore Accesso alle Informazioni per Ridurre le Asimmetrie Informative

Uno degli elementi chiave dell'Action 8 riguarda il rafforzamento degli obblighi di trasparenza e divulgazione nel settore finanziario. Attualmente, gli investitori retail si trovano spesso a operare in un ambiente di forte opacità, in cui la valutazione dei costi,

¹⁷¹ Schroders. "Q&A: Why the Problems with PRIIPs Linger On." Schroders plc, Giugno 2019

¹⁷² European Commission. "New Rules to Protect and Empower Retail Investors in the EU." Press release, Maggio 24, 2023.

dei rischi e delle opportunità di investimento è complessa e poco intuitiva. Questa difficoltà è amplificata nei processi di delisting, dove i PE sfruttano le asimmetrie informative per acquisire aziende a prezzi inferiori rispetto al loro reale valore, realizzando guadagni consistenti una volta che l'impresa è ritirata dal mercato pubblico e ristrutturata.

Per affrontare questa problematica, la riforma della CMU prevede l'introduzione di formati più accessibili, leggibili e standardizzati per la comunicazione dei dati finanziari, con particolare attenzione alla chiarezza dei costi complessivi e agli scenari di rendimento dei diversi strumenti di investimento. Questo approccio mira a ridurre la complessità che spesso allontana i piccoli investitori dai mercati regolamentati e li rende più vulnerabili a decisioni affrettate o poco informate nei confronti di operazioni di buyout e delisting. Inoltre, la normativa introduce strumenti digitali avanzati per facilitare la comparazione tra prodotti finanziari e migliorare la comprensione degli impatti delle operazioni di mercato, inclusi i delisting stessi¹⁷³.

Un'informazione più chiara e trasparente potrebbe ridurre significativamente la capacità dei PE di trarre vantaggio da valutazioni sottostimate nelle offerte pubbliche di acquisto (OPA) finalizzate al delisting. Se gli investitori retail potessero accedere facilmente a dettagli finanziari chiari e aggiornati sulle società quotate, sarebbe meno probabile che accettassero offerte di buyout a sconto rispetto al reale valore di mercato. Inoltre, imporre obblighi informativi più rigorosi nei documenti di delisting garantirebbe una maggiore tutela per gli azionisti di minoranza, che spesso subiscono l'uscita dal mercato senza una piena consapevolezza delle conseguenze economiche di tali operazioni¹⁷⁴.

L'Utilizzo degli Strumenti Digitali per Democratizzare l'Accesso ai Mercati e Ridurre il Potere dei PE

Oltre alla trasparenza, l'Action 8 promuove l'utilizzo di strumenti digitali come mezzo per rendere più semplice ed efficace l'accesso alle informazioni finanziarie. La proposta include lo sviluppo di app per la gestione del portafoglio, che consentano agli investitori

¹⁷³ European Commission. "Action 8: Building Retail Investors' Trust in Capital Markets." Published Settembre 24, 2020

¹⁷⁴ Eurofi. Retail Investment in the Digital Age. Paris, Settembre 2023.

retail di confrontare con maggiore precisione i diversi prodotti finanziari, e di piattaforme di robo-advisory, in grado di fornire consulenza personalizzata a costi contenuti.

L'integrazione di queste tecnologie nei mercati finanziari potrebbe avere un impatto diretto sulle strategie di delisting adottate dai PE. L'uso di piattaforme digitali trasparenti e intuitive, infatti, potrebbe aumentare la partecipazione degli investitori retail nei mercati pubblici, riducendo la necessità per le aziende di rivolgersi esclusivamente a finanziamenti privati. Attualmente, uno dei motivi per cui molte società scelgono di delistarsi è la percezione di una scarsa liquidità e di un accesso limitato ai capitali pubblici, mentre la presenza di investitori retail più informati e attivi potrebbe incentivare le imprese a restare quotate. Inoltre, le piattaforme digitali potrebbero migliorare l'efficienza delle operazioni di mercato, rendendo più difficile per i PE sfruttare le inefficienze informative per proporre offerte di delisting penalizzanti per gli investitori retail. Questo potrebbe ridurre il numero di operazioni basate su una sottovalutazione artificiale delle aziende target, contribuendo così a rafforzare la competitività dei mercati pubblici rispetto al private equity.

Riforma degli Inducements e Protezione degli Investitori Retail

Un ulteriore aspetto critico affrontato dall'Action 8 riguarda la regolamentazione degli inducements, ovvero i compensi ricevuti dagli intermediari finanziari per la vendita di determinati prodotti di investimento. In molti casi, queste commissioni creano conflitti di interesse, spingendo gli intermediari a consigliare strumenti finanziari più remunerativi per loro, ma non necessariamente vantaggiosi per gli investitori finali.

Per ridurre questi rischi, la riforma prevede:

- Maggiore trasparenza sulle commissioni applicate ai prodotti finanziari, affinché gli investitori retail possano prendere decisioni più informate.
- Revisione delle pratiche di remunerazione degli intermediari, garantendo che gli interessi degli investitori vengano prioritizzati rispetto a quelli delle banche o delle società di consulenza finanziaria.

- Obblighi di disclosure più stringenti per i promotori di offerte di delisting, affinché gli investitori retail abbiano una chiara comprensione delle implicazioni economiche delle operazioni di buyout.

Nel contesto dei PE, questo elemento è particolarmente rilevante. Spesso, nei processi di delisting, gli investitori retail accettano offerte di acquisizione poco vantaggiose senza avere accesso a informazioni complete e indipendenti. Una maggiore regolamentazione potrebbe quindi ridurre le distorsioni nei mercati finanziari e garantire una concorrenza più equa tra capitale pubblico e privato.

4.1.5 Il ruolo dell'Action 15 nel limitare il fenomeno del delisting causato da private equity

Action 15: Protezione e facilitazione degli investimenti

L'Action 15 della Capital Markets Union (CMU) si propone di rafforzare la fiducia degli investitori attraverso una maggiore protezione e una più ampia accessibilità agli investimenti, con un focus specifico sulla trasparenza delle operazioni finanziarie e sulla riduzione delle asimmetrie informative. Questo intervento assume particolare rilevanza nell'ambito della mia tesi, in quanto mira a riequilibrare il rapporto di forza tra il mercato pubblico e i fondi di private equity (PE), riducendo l'impatto negativo dei delisting e garantendo che le operazioni di buyout non penalizzino gli investitori retail.

Uno degli aspetti più critici nelle operazioni di delisting riguarda il ruolo degli investitori retail, spesso svantaggiati nei processi di acquisizione condotti dai PE. In molti casi, quando una società viene ritirata dalla borsa, i piccoli investitori si trovano di fronte a un'offerta pubblica di acquisto (OPA) che non lascia margini di manovra: accettare le condizioni imposte dal fondo acquirente o mantenere una partecipazione in un'entità non più quotata, con un accesso alla liquidità fortemente ridotto. L'Action 15 affronta questa problematica rafforzando gli obblighi di trasparenza e divulgazione nelle

operazioni di buyout, imponendo ai promotori delle offerte di fornire informazioni dettagliate e accessibili sugli effetti economici e strategici dell'acquisizione¹⁷⁵.

Questo intervento si traduce in un riequilibrio del potere contrattuale tra investitori retail e PE, impedendo che questi ultimi possano approfittare della limitata accessibilità alle informazioni finanziarie per acquisire società a condizioni eccessivamente vantaggiose. La maggiore trasparenza richiesta dalle nuove normative mira a garantire che gli investitori abbiano piena consapevolezza delle conseguenze delle operazioni di delisting, riducendo così il rischio che esse avvengano in un contesto di asimmetria informativa a sfavore del mercato pubblico.

Facilitazione degli investimenti transfrontalieri

Un altro aspetto cruciale dell'Action 15 riguarda la facilitazione degli investimenti transfrontalieri, con l'obiettivo di ridurre la frammentazione dei mercati finanziari europei e creare un sistema più integrato e accessibile. Attualmente, le imprese europee si trovano spesso a dover affrontare barriere normative e regolamentari che limitano l'attrazione di capitali dall'estero, contribuendo a una liquidità inferiore rispetto ad altri mercati più sviluppati, come quello statunitense.

L'integrazione finanziaria dell'Unione Europea, promossa attraverso la rimozione degli ostacoli agli investimenti tra Stati membri, potrebbe offrire alle imprese una fonte di finanziamento più ampia e diversificata, riducendo il bisogno di ricorrere al private equity per ottenere capitali. Con una maggiore disponibilità di risorse provenienti da investitori europei, il mercato pubblico diventerebbe una piattaforma più competitiva rispetto alle alternative private, limitando il ricorso al delisting come strategia per reperire finanziamenti.

Parallelamente, l'eliminazione delle discrepanze normative tra i diversi mercati nazionali faciliterebbe l'ingresso di investitori esteri nel mercato finanziario italiano ed europeo. Un maggiore afflusso di capitali istituzionali contribuirebbe a migliorare la

¹⁷⁵ European Commission. *A Capital Markets Union for People and Businesses – New Action Plan*. Brussels: European Commission, September 2020.

liquidità delle società quotate, rendendo meno conveniente per i PE il ritiro delle aziende dalla borsa e disincentivando strategie speculative fondate sulla scarsa accessibilità del mercato pubblico¹⁷⁶.

Digitalizzazione e trasparenza per migliorare l'accesso agli investimenti

L'Action 15 pone inoltre un'enfasi significativa sull'utilizzo di strumenti digitali per migliorare la trasparenza e l'accessibilità degli investimenti. L'adozione di tecnologie avanzate, come piattaforme di robo-advisory e strumenti di gestione del portafoglio, è destinata a semplificare il processo decisionale per gli investitori retail e istituzionali, migliorando l'accesso alle informazioni finanziarie in modo chiaro e immediato.

L'integrazione di sistemi digitali nei mercati finanziari può giocare un ruolo determinante nel limitare il fenomeno dei delisting. Una maggiore digitalizzazione favorisce infatti la disponibilità di dati finanziari in tempo reale, facilitando la comprensione delle operazioni di mercato e riducendo la possibilità per i PE di sfruttare inefficienze informative. L'uso di piattaforme digitali per la divulgazione delle operazioni finanziarie, unitamente a meccanismi di sorveglianza basati sull'intelligenza artificiale, potrebbe garantire una maggiore trasparenza nei processi di acquisizione e ridurre il rischio di operazioni opache che penalizzano gli investitori retail¹⁷⁷.

Oltre alla trasparenza, l'implementazione di strumenti digitali consente di migliorare la comparabilità tra i diversi strumenti finanziari, facilitando il confronto tra opportunità di investimento e aumentando la concorrenza tra mercato pubblico e privato. In questo modo, gli investitori retail potrebbero beneficiare di una maggiore accessibilità ai mercati regolamentati, riducendo il rischio che le società percepiscano il delisting come una scelta obbligata per ottenere capitali più efficientemente¹⁷⁸.

¹⁷⁶ Maurice Obstfeld, "Financial Integration, Growth, and Stability," *American Economic Review* 96, no. 2 (2006): 57-62.

¹⁷⁷ Richard Baldwin, *The Great Convergence: Information Technology and the New Globalization* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2016).
European Commission. *Capital Markets Union Action Plan 2020*. Brussels: European Commission, September 2020.

Impatto sulle operazioni di delisting e sul mercato dei private equity

Nel contesto della mia tesi, l'Action 15 si configura come uno strumento strategico per riequilibrare il mercato finanziario, rafforzando il ruolo degli investitori retail e riducendo la predominanza delle operazioni di private equity nel processo di delisting. La maggiore protezione e trasparenza imposta dalle nuove normative rappresenta un vincolo più stringente per i PE, che potrebbero trovarsi a dover affrontare un ambiente regolamentare meno permissivo rispetto al passato. L'introduzione di obblighi di disclosure più rigorosi sulle operazioni di buyout limita le possibilità per i PE di sfruttare il mercato pubblico per acquisire aziende sottovalutate e ritirarle a condizioni favorevoli. La crescente digitalizzazione e l'integrazione dei mercati finanziari riducono inoltre il divario informativo tra investitori retail e istituzionali, aumentando la competitività del mercato regolamentato e rendendo più difficili le strategie di delisting basate su asimmetrie informative. Se implementata correttamente, l'Action 15 potrebbe ridurre in modo significativo il numero di operazioni di delisting, favorendo una maggiore permanenza delle imprese sui mercati pubblici. Questo implicherebbe un riequilibrio tra mercato pubblico e privato, garantendo che il private equity non rappresenti l'unica alternativa percorribile per la crescita aziendale. Tuttavia, l'efficacia delle misure dipenderà dalla loro attuazione pratica e dalla capacità delle istituzioni europee di armonizzare le normative tra i diversi Stati membri, evitando che persistano disallineamenti che possano ancora favorire il capitale privato rispetto al mercato regolamentato.

In conclusione, l'Action 15 offre un'opportunità concreta per trasformare il mercato finanziario europeo, rafforzando il ruolo del mercato pubblico e limitando le distorsioni causate dalle operazioni di delisting. La creazione di un ecosistema più trasparente, accessibile e regolamentato potrebbe rendere la quotazione un'alternativa più sostenibile e attrattiva per le imprese, promuovendo un mercato dei capitali più equilibrato e competitivo a livello europeo.

4.2 Una visione complessiva: Proposte non legate alla CMU

Nonostante, come abbiamo potuto osservare, la CMU dia validi spunti per andare a migliorare la situazione dei mercati dei capitali europei, correggendone alcune

ridondanze e punti deboli, ci sono orizzonti e spazi di miglioramento portati alla ribalta da studiosi e accademici che potrebbero andare a limitare il fenomeno dei delisting da parte dei private equity all'interno dei mercati italiani ed europei, o almeno ricondurlo ad una dimensione marginale o che vada a valorizzare le imprese del Vecchio Continente e non solo a trasformarle in una fonte di profitto per questo tipo di istituzioni finanziarie. Andremo ora ad elencarne 5 differenti, che reputo possano essere di aiuto nel fenomeno analizzato.

La SIU e il riequilibrio tra finanziamenti privati e pubblici

L'obiettivo centrale della Savings and Investments Union è quello di indirizzare il risparmio europeo verso investimenti produttivi a lungo termine, attraverso una serie di misure che facilitino l'accesso ai mercati dei capitali e riducano le distorsioni nella distribuzione delle risorse finanziarie. Tra gli strumenti chiave della SIU rientrano:

- L'incremento della partecipazione retail ai mercati finanziari, attraverso incentivi fiscali e schemi di investimento agevolati;
- L'armonizzazione delle regole di accesso ai mercati pubblici per le PMI, riducendo i costi e la burocrazia associati alla quotazione;
- Il rafforzamento degli investimenti istituzionali nei mercati pubblici, con l'obiettivo di aumentare la liquidità e rendere più attrattivo il mercato pubblico rispetto alle acquisizioni private.

Queste misure potrebbero contrastare l'eccessiva dipendenza dalle operazioni di buyout da parte dei fondi di private equity, che negli ultimi anni hanno favorito il ritiro di numerose aziende dalle borse europee. L'introduzione di incentivi per il finanziamento delle PMI e la creazione di strumenti di investimento a lungo termine potrebbero infatti ridurre la necessità per le imprese di ricorrere a fonti di capitale private, come i PE, e favorire il mantenimento della quotazione sui mercati regolamentati.

L'espansione della SIU potrebbe ridefinire il ruolo del private equity nei mercati europei, limitando alcune delle condizioni che hanno reso i delisting così diffusi negli ultimi anni. In particolare, tre fattori potrebbero influenzare l'attività dei PE:

Maggiore accessibilità ai capitali pubblici per le imprese. Se i mercati regolamentati diventassero più competitivi grazie alle misure della SIU, le imprese potrebbero trovare meno conveniente cedere il controllo a fondi di private equity. L'accesso a capitali di lungo termine senza la necessità di accettare i vincoli di un buyout potrebbe ridurre il numero di società disponibili per i fondi di PE, limitando così l'ondata di delisting osservata negli ultimi anni.

Riduzione del vantaggio informativo dei PE grazie alla maggiore trasparenza. L'iniziativa SIU prevede l'introduzione di standard più elevati di trasparenza e accesso alle informazioni finanziarie, in continuità con altre riforme come l'European Single Access Point (ESAP). Se i mercati pubblici offrissero un livello di disclosure più elevato e strumenti più sofisticati per la valutazione del rischio, i PE avrebbero meno margine di vantaggio nelle operazioni di delisting, poiché la sottovalutazione delle società quotate sarebbe più difficile da sfruttare.

Minore pressione per il delisting grazie a investimenti istituzionali più stabili. Un altro elemento chiave della SIU è l'incentivazione della partecipazione degli investitori istituzionali nei mercati pubblici. Attualmente, molte aziende quotate si trovano in difficoltà a causa della scarsa liquidità e della volatilità dei mercati, rendendo le offerte di delisting da parte dei PE più allettanti. Se la SIU riuscisse ad aumentare la presenza di investitori a lungo termine nei mercati regolamentati, le società avrebbero meno incentivi a lasciare la borsa e i PE incontrerebbero maggiori difficoltà nel giustificare operazioni di public-to-private. Nonostante queste potenziali implicazioni, la SIU non rappresenta una minaccia diretta per i fondi di private equity. Al contrario, potrebbe favorire un adattamento del settore, spingendo i PE verso operazioni meno speculative e più orientate alla crescita sostenibile. Alcune società di private equity, infatti, potrebbero sfruttare la maggiore liquidità dei mercati pubblici per facilitare exit strategiche attraverso IPO, piuttosto che optare per vendite private o secondari buyout. Inoltre, sebbene la SIU punti a ridurre la dipendenza delle imprese dai finanziamenti privati, i PE potrebbero trovare nuove opportunità nelle strategie di investimento a lungo termine, collaborando con investitori istituzionali e fondi pubblici per finanziare infrastrutture, tecnologie innovative e settori strategici. Tuttavia, affinché la SIU abbia un impatto concreto sul fenomeno dei delisting, sarà necessario monitorare da vicino

l'evoluzione della regolamentazione e garantire che le riforme proposte siano implementate in modo efficace. Se le misure riusciranno a riequilibrare il rapporto tra finanziamenti privati e pubblici, la dipendenza dal private equity potrebbe ridursi e il mercato dei capitali europeo potrebbe diventare più resiliente e inclusivo.

Piani Strategici Obbligatori e Valutazioni del Prezzo nei Delisting

Un aspetto cruciale per migliorare la regolamentazione dei delisting promossi dai fondi di private equity è l'introduzione di piani strategici obbligatori post-delisting. Questi piani dovrebbero delineare chiaramente le intenzioni del fondo rispetto all'azienda ritirata dal mercato pubblico, incluse le strategie di crescita, gli impatti sull'occupazione e il contributo previsto al tessuto economico locale. Richiedere ai fondi di private equity di fornire questi dettagli non solo aumenterebbe la trasparenza, ma rafforzerebbe la fiducia degli investitori, specialmente quelli retail, che spesso rimangono esclusi dai processi decisionali.

Un esempio pratico può essere quello di un'azienda innovativa nel settore manifatturiero: dopo il delisting, il fondo di private equity potrebbe decidere di ristrutturare l'azienda o trasferire parte delle sue operazioni all'estero. Senza un piano strategico pubblico, gli stakeholder non avrebbero modo di conoscere queste intenzioni, e le decisioni del fondo potrebbero risultare dannose per l'economia locale e gli investitori. Un obbligo di trasparenza, invece, fornirebbe a tutti una visione chiara del futuro dell'azienda e offrirebbe ai piccoli azionisti una base più solida per valutare l'offerta di delisting.

Tuttavia, rimane aperta la questione della vincolatività di tali piani strategici: sebbene la loro introduzione possa migliorare la trasparenza, senza meccanismi di enforcement adeguati, il rischio è che restino documenti puramente dichiarativi privi di conseguenze in caso di mancato rispetto. Un esempio emblematico è rappresentato dall'acquisizione della britannica Cadbury da parte della statunitense Kraft nel 2010. Durante il processo di acquisizione, Kraft garantì che avrebbe mantenuto gli stabilimenti produttivi di Cadbury nel Regno Unito, assicurando lavoratori e stakeholder locali. Tuttavia, pochi mesi dopo il completamento dell'acquisizione, l'azienda decise di chiudere uno stabilimento chiave, disattendendo le promesse fatte in fase di negoziazione. Questo

episodio dimostra come dichiarazioni strategiche non vincolanti possano risultare inefficaci nel proteggere il tessuto economico locale e gli investitori di minoranza. Per evitare situazioni analoghe nel contesto dei delisting promossi dai private equity, sarebbe opportuno prevedere sanzioni per il mancato rispetto dei piani strategici dichiarati, ad esempio attraverso penali economiche o obblighi di ri-quotazione nel caso in cui gli impegni assunti non vengano rispettati¹⁷⁹.

Inoltre, una proposta innovativa riguarda la valutazione del prezzo basata su stime indipendenti future. Spesso il prezzo offerto nei delisting riflette esclusivamente i valori di mercato recenti, che possono non tenere conto del reale potenziale a lungo termine dell'azienda. Immaginiamo una società tecnologica con prospettive di crescita significative: basarsi solo sui valori attuali rischierebbe di sottovalutarne il vero valore. Introdurre una valutazione indipendente basata su previsioni di crescita futura, affidata a esperti certificati, garantirebbe un prezzo equo per gli azionisti. Questo sistema potrebbe prevenire speculazioni da parte dei fondi e favorire decisioni più consapevoli da parte degli investitori.¹⁸⁰

Penalità, Premi per Ri-Quotazioni e Regolamentazione del Debito nei Buyout

Per scoraggiare i delisting speculativi promossi dai fondi di private equity, una misura efficace potrebbe essere l'introduzione di penalità finanziarie per i fondi che ritirano un'azienda dalla quotazione entro un periodo breve, come 3-5 anni. Questi delisting rapidi sono spesso motivati da opportunità di arbitraggio sulle sottovalutazioni di mercato e possono penalizzare gli investitori di minoranza, lasciando pochi benefici per il sistema economico. Una soluzione potrebbe essere l'imposizione di una tassa aggiuntiva sulle plusvalenze realizzate dai fondi in caso di delisting precoce. Questo disincentivo fiscale renderebbe tali operazioni meno attrattive, incoraggiando invece una gestione a lungo termine delle aziende, in linea con le migliori pratiche di sostenibilità finanziaria. Un altro strumento rilevante riguarda i premi economici per le aziende che scelgono di ri-quotarsi sui mercati pubblici dopo un periodo di

¹⁷⁹ House of Commons Business, Innovation and Skills Committee, *Mergers, Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft*, Ninth Report of Session 2009–10 (London: The Stationery Office Limited, 2010), 8-15.

¹⁸⁰ Mayer, Colin. *Firm Commitment: Why the Corporation Is Failing Us and How to Restore Trust in It*. Oxford: Oxford University Press, 2013 89-116, quali pagine?

privatizzazione. Incentivi come sgravi fiscali o crediti d'imposta potrebbero essere riservati a quelle imprese che dimostrano un impegno verso la trasparenza e che adottano piani strategici per una crescita sostenibile nel contesto pubblico. Questa misura potrebbe attirare nuove opportunità di investimento, soprattutto in settori strategici come quello delle energie rinnovabili. Ad esempio, un'impresa che, dopo una fase di consolidamento sotto la guida di un fondo di private equity, decida di ritornare sul mercato pubblico per finanziare la propria espansione potrebbe beneficiare di un sistema di premi economici per coprire i costi di rientro.

Infine, regolamentare l'uso del debito nei buyout è fondamentale per prevenire instabilità finanziarie che possono derivare da operazioni eccessivamente rischiose. I fondi di private equity spesso utilizzano una leva finanziaria elevata per finanziare le acquisizioni, lasciando le aziende in una posizione vulnerabile a fluttuazioni di mercato o a cali di liquidità. Introdurre una normativa che limiti il rapporto tra debito e patrimonio netto nelle operazioni di buyout potrebbe ridurre i rischi per le aziende e garantire maggiore sostenibilità. Ad esempio, un fondo che intenda acquisire un'azienda strategica dovrebbe rispettare un tetto massimo di leverage, evitando così di trasferire rischi eccessivi sull'impresa acquisita e proteggendo gli stakeholder.

Queste misure, combinate, potrebbero migliorare la stabilità e l'equità dei mercati pubblici, promuovendo un approccio più responsabile alla gestione delle aziende e riducendo il rischio di abusi speculativi¹⁸¹.

Promozione di Mercati Secondari per le PMI

Le piccole e medie imprese rappresentano il cuore pulsante dell'economia europea, ma il loro accesso ai mercati pubblici è spesso ostacolato da costi e regolamentazioni troppo gravosi. Per affrontare questo problema, una strategia cruciale è la creazione di mercati secondari dedicati alle PMI, che possano offrire un ambiente più flessibile e accessibile rispetto alle borse principali. Questi mercati dovrebbero essere progettati per rispondere alle esigenze specifiche delle imprese di dimensioni minori, con procedure semplificate e costi di compliance significativamente ridotti. Un esempio potrebbe essere la

¹⁸¹ Ministero delle Imprese e del Made in Italy. "Credito d'imposta per la quotazione delle PMI." Pubblicato il 30 novembre 2024.

creazione di mercati settoriali per aziende specializzate, come startup tecnologiche o imprese nel settore delle energie rinnovabili. Questi mercati potrebbero implementare regole più leggere per l'ammissione alla quotazione e per il mantenimento della stessa, riducendo i requisiti burocratici e finanziari che spesso spaventano le PMI. Una soluzione del genere non solo incoraggerebbe nuove IPO, ma renderebbe anche più sostenibile la permanenza delle PMI sui mercati pubblici. Un altro elemento essenziale per rafforzare questi mercati è l'introduzione di meccanismi per facilitare il trading di azioni con bassa liquidità. Molte PMI incontrano difficoltà nel generare volumi di scambio sufficienti, il che le rende vulnerabili al delisting. Per affrontare questo problema, si potrebbero introdurre sistemi di market-making specifici per le PMI, con il coinvolgimento di investitori istituzionali o broker che si impegnino a mantenere livelli minimi di liquidità. Inoltre, l'uso di piattaforme digitali innovative, come applicazioni di trading dedicate, potrebbe ampliare la base di investitori retail interessati a queste azioni.

Infine, è importante sottolineare che promuovere mercati secondari per le PMI non significa ridurre la qualità della governance aziendale. Al contrario, questi mercati potrebbero stabilire standard di governance chiari ma proporzionati, incentivando le imprese a crescere e a svilupparsi in un contesto più trasparente. Come evidenziato da Colin Mayer, nel suo lavoro *Firm Commitment*, “una governance equilibrata e adattata al contesto può trasformare le piccole imprese in attori chiave di un mercato finanziario stabile e inclusivo”¹⁸².

Monitoraggio e Restrizioni alle Transazioni PTP

Il fenomeno delle transazioni PTP (Public-to-Private), in cui un'azienda viene delistata dai mercati pubblici, presenta una serie di rischi per gli investitori di minoranza e per il sistema economico nel suo complesso. Per ridurre l'impatto negativo di queste operazioni, è fondamentale introdurre un sistema di monitoraggio e restrizioni mirate, affidando a un comitato indipendente il compito di valutare la legittimità delle operazioni di delisting. Questo comitato, composto da esperti in finanza, diritto

¹⁸² Colin Mayer, *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good* (Oxford: Oxford University Press, 2018).

societario e regolamentazione, potrebbe analizzare ogni transazione, garantendo che gli interessi degli azionisti di minoranza e del pubblico vengano salvaguardati.

Immaginiamo il caso di un'azienda energetica strategica, delistata da un fondo di private equity con l'intenzione di riorganizzare le sue operazioni. Senza un sistema di controllo indipendente, i rischi potrebbero includere la perdita di trasparenza sulla gestione aziendale, un aumento dei prezzi per i consumatori o una diminuzione della qualità dei servizi. Con un comitato dedicato, invece, queste transazioni verrebbero valutate con attenzione, assicurando che non compromettano l'interesse pubblico né l'integrità del mercato.

Un'altra misura essenziale riguarda l'introduzione di restrizioni specifiche per le aziende che operano in settori strategici o di rilevanza pubblica. Ad esempio, aziende che gestiscono infrastrutture critiche, come reti elettriche o sistemi di trasporto pubblico, dovrebbero essere soggette a limitazioni stringenti sui delisting. Queste imprese giocano un ruolo cruciale per la stabilità e la trasparenza dei mercati pubblici, e la loro rimozione dal mercato azionario potrebbe avere conseguenze negative non solo per gli investitori, ma anche per l'intera società.

L'implementazione di queste misure non solo migliorerebbe la fiducia degli investitori nel sistema, ma invierebbe anche un segnale forte sulla volontà di proteggere i settori chiave da speculazioni o abusi. Come sostiene Luigi Zingales nel suo libro "Capitalism for the People", "i mercati ben regolamentati non solo proteggono gli investitori, ma rafforzano la democrazia economica e la stabilità.

Conclusione

L'analisi condotta in questa tesi ha evidenziato come la crescente incidenza dei delisting in Italia sia il risultato di una combinazione di fattori strutturali, normativi e di mercato. Attraverso l'esame delle strategie dei fondi di private equity e delle condizioni che spingono le imprese a ritirarsi dal mercato pubblico, è emerso un quadro articolato che suggerisce come il delisting non sia solo una risposta a inefficienze del mercato, ma anche una scelta strategica influenzata dalla ricerca di maggiore flessibilità e minor pressione regolatoria.

L'approfondimento sulle operazioni di private equity ha confermato che questi attori svolgono un ruolo chiave nel trasformare le aziende dopo il delisting, migliorandone la redditività, la struttura operativa e la competitività a lungo termine. Tuttavia, il loro crescente peso nel sistema finanziario solleva interrogativi sull'accessibilità del capitale per le imprese che non possono o non vogliono affidarsi a questo tipo di finanziatori. I dati analizzati sui delisting tra il 2020 e il 2024 mostrano come le imprese con determinate caratteristiche – dimensioni medie, basso flottante e alta concentrazione proprietaria – siano particolarmente inclini ad abbandonare il listino, segnalando una fragilità strutturale del mercato dei capitali italiani.

La ricerca ha inoltre individuato le principali motivazioni dietro questa tendenza: la ridotta liquidità dei mercati italiani, la pressione derivante dagli obblighi di trasparenza e compliance, i costi di quotazione e la preferenza per il finanziamento privato, spesso percepito come più rapido e meno vincolante. Questi fattori suggeriscono che, più che una crisi del mercato pubblico, siamo di fronte a un cambiamento nella percezione del finanziamento societario, in cui l'accesso ai capitali non avviene più esclusivamente attraverso la borsa. In particolare, si osserva che il modello italiano ed europeo è sempre più orientato verso una finanziarizzazione meno basata su mercati azionari e più incline a strumenti di debito e partecipazioni private, il che pone interrogativi sulla sostenibilità di questo trend nel lungo periodo.

Se da un lato la Capital Markets Union rappresenta un'iniziativa utile per armonizzare il mercato europeo e favorire il ritorno delle imprese nei mercati regolamentati, questa tesi si è concentrata sul fenomeno in sé, evidenziando come il riequilibrio tra mercato pubblico e privato dipenda in larga misura da riforme nazionali mirate a rendere la

quotazione più vantaggiosa. Tra le soluzioni possibili, emergono incentivi fiscali, la semplificazione delle regole per le società quotate e una maggiore partecipazione di investitori istituzionali che possano garantire un livello adeguato di liquidità. Altre possibili strategie includono la creazione di segmenti di mercato dedicati alle PMI con requisiti meno onerosi e la promozione di nuovi strumenti finanziari che possano facilitare l'accesso al capitale senza dover necessariamente passare per operazioni di private equity o leverage buyout.

Un aspetto fondamentale che emerge da questa analisi è la necessità di bilanciare la ricerca di efficienza e competitività delle imprese con la tutela della trasparenza e della governance tipiche dei mercati pubblici. Il ruolo del private equity, seppur determinante nel finanziamento e nella trasformazione delle imprese, solleva interrogativi sulla concentrazione della proprietà aziendale e sulla riduzione delle opportunità di investimento per il pubblico retail. Il rischio di una progressiva riduzione della varietà di imprese quotate potrebbe compromettere la funzione dei mercati pubblici come strumenti di allocazione del capitale e diversificazione del rischio.

In definitiva, questa ricerca ha cercato di rispondere ai quesiti posti nell'introduzione analizzando le motivazioni profonde del delisting e il ruolo dei private equity. Il fenomeno appare come il risultato di un mercato che sta evolvendo, più che di una crisi strutturale, e la sfida per il futuro sarà quella di bilanciare la necessità di flessibilità aziendale con il mantenimento di un mercato pubblico attrattivo e competitivo. L'equilibrio tra capitale privato e pubblico, quindi, dovrà essere perseguito con un approccio pragmatico che valorizzi i punti di forza di entrambi i modelli, garantendo un sistema finanziario sostenibile e inclusivo per tutte le tipologie di imprese. La capacità del mercato dei capitali italiano di attrarre nuove IPO e di trattenere le aziende già quotate dipenderà dalle riforme strutturali adottate nei prossimi anni e dalla capacità delle istituzioni di rispondere alle sfide poste dalla crescente influenza del capitale privato sul tessuto economico nazionale ed europeo.

Bibliografia

1. Acharya, V. V., Gottschalg, O., Hahn, M. & Kehoe, C. "Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity." *The Review of Financial Studies* 26, no. 2 (2013): 368–402.
2. Ait Moussa, Hamza. "Leveraged Buyouts: Notable Cases in the Italian Financial Distress Landscape." Tesi di laurea magistrale, Politecnico di Torino, 2024.
3. Aresu, Alessandro. *Le potenze del capitalismo politico. Stati Uniti e Cina. La nave di Teseo*, 2020.
4. Appelbaum, Eileen & Batt, Rosemary. *Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street*. New York: Russell Sage Foundation, 2014.
5. Axelson, Ulf, Jenkinson, Tim, Strömberg, Per & Weisbach, Michael S. "Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis." *SSRN Electronic Journal*, 2007.
6. Baldi, Francesco. *Private Equity Targets: Strategies for Growth, Market Barriers and Policy Implications*. Cham: Springer, 2012.
7. Baldwin, Richard. *The Great Convergence: Information Technology and the New Globalization*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2016.
8. Barber, Lionel & Wolf, Martin. "The Shifting Balance: A Comparison of EU and US Economic Growth." *Financial Times*, 15 November 2022.
9. Begenau, Juliane & Siriwardane, Emil. "How Do Private Equity Fees Vary Across Public Pensions?" *Journal of Financial Economics* 143, no. 3 (2022): 1199–1224.
10. Bernstein, Shai, Lerner, Josh, Sorensen, Morten & Strömberg, Per. "Private Equity and Industry Performance." *Management Science* 63, no. 4 (2017): 1198–1213.
11. Blinder, Alan S. *A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961–2021*. Princeton: Princeton University Press, October 2022.
12. Calcara, Antonio. "Il mercato unico europeo alla prova della competizione geopolitica." *Pandora Rivista*, 27 February 2024.
13. Capizzi, Vincenzo, Caselli, Stefano, Giovannini, Renato & Pesic, Valerio. "Il contributo del private equity nei processi di crescita e ristrutturazione: quali evidenze dai casi di delisting." *Bancaria*, 2012, pp. 29–45.
14. Chan, Wing. *Global Investor Portfolio Study*. Rapporto ufficiale Morningstar, 25 October 2022.
15. Chen, James. "What Is a Debt/Equity Swap? How It Works and Who Benefits." *Investopedia*, 30 June 2021.
16. Cheffins, Brian R. *The Public Company Transformed*. Oxford: Oxford University Press, 2018.
17. Cornelli, Francesca & Karakas, Oguzhan. "Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards?" *London Business School and CEPR*, February 2008.
18. Cumming, Douglas & Johan, Sofia. *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. Burlington, MA: Elsevier Science, 2013.
19. Czerepak, Peter, Frankle, Dean & Haider, Lukas. *Global Wealth Report 2023: Resetting the Course*, Boston Consulting Group, 27 June 2023.

20. D'Eramo, Marco & Grillo, Francesco. "Stati Uniti e Unione Europea: un confronto sui mercati dei capitali." *Pandora Rivista*, 12 October 2023.
21. De Groen, Willem. "The ECB's QE: Time to Break the Doom Loop between Banks and Their Governments." *CEPS Policy Brief*, 13 March 2015.
22. Dyck, Alexander & Zingales, Luigi. "Private Benefits of Control: An International Comparison." *The Journal of Finance* 59, no. 2 (2004): 537–600.
23. Fama, Eugene. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *The Journal of Finance* 25, no. 2 (1970): 383–417.
24. Filatotchev, Igor. "Private Equity Investors, Corporate Governance, and Performance of IPO Firms." *Corporate Governance: An International Review* 20, no. 4 (2012): 303–314.
25. Gensler, Gary & Crenshaw, Caroline. "Insider Trading Policies." U.S. Securities and Exchange Commission, 14 dicembre 2022.
26. Galluccio, Giuseppe. "Criticità nella Governance delle PMI alla luce della Legge Capitali." *Rivista di Diritto Bancario*, 2024, 45–67.
27. Gompers, Paul A. & Lerner, Josh. *The Venture Capital Cycle*. Cambridge, MA: MIT Press, 1999.
28. Jensen, Michael C. & Ruback, Richard S. "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence." *Journal of Financial Economics* 11, no. 1–4 (1983): 5–50.
29. Kaplan, Steven N. & Klebanov, Mark M. "Which CEO Characteristics and Abilities Matter?" *Journal of Finance* 67, no. 3 (2012): 973–1007.
30. Kaplan, Steven N. & Strömberg, Per. "Leveraged Buyouts and Private Equity." *Journal of Economic Perspectives* 23, no. 1 (2009): 121–146.
31. Lattanzio, Gabriele, Megginson, William L. & Sanati, Ali. "Dissecting the Listing Gap: Mergers, Private Equity, or Regulation?" *Journal of Financial Markets* 65 (2023): 100836.
32. Lagarde, Christine. *Discorso al European Banking Congress*, 17 novembre 2023.
33. Marosi, Andras & Massoud, Nadia. "Why Do Firms Go Dark?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, no. 2 (2007): 421–442.
34. Harris, Robert S., Jenkinson, Tim & Kaplan, Steven N. "Private Equity Performance: What Do We Know?" *The Journal of Finance* 69, n. 5 (2014): 1851–1882.
35. Mayer, Colin. *Firm Commitment: Why the Corporation Is Failing Us and How to Restore Trust in It*. Oxford: Oxford University Press, 2013.
36. Martynova, M. & Renneboog, Luc. "A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?" *Journal of Banking & Finance* 32, no. 10 (2008): 2148–2177.
37. Modigliani, Franco. *The Debate over Stabilization Policy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.
38. Obstfeld, Maurice. "Financial Integration, Growth, and Stability." *American Economic Review* 96, no. 2 (2006): 57–62.
39. Pagano, Marco, Panetta, Fabio & Zingales, Luigi. "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis of the Decision to List on Stock Exchanges." *The Journal of Finance* 53, no. 1 (1998): 27–64.
40. Philippon, Thomas. *The Great Reversal: How America Gave Up on Free Markets*. Harvard University Press, Cambridge, 2019.

41. Piazza, Luca. Tesi magistrale, La frammentazione del mercato finanziario in Europa. LUISS.
42. Rossi, Marco. "Le dinamiche delle exit nel private equity italiano post-crisi." *Rivista di economia e Finanza* vol. 58, n. 3 (2015): 45–67.
43. Trigilia, Carlo. "La sfida delle disuguaglianze." *Pandora Rivista*, 13 January 2023.
44. Trovati, Gianni. "Se crescono i mercati cresce anche il Paese." *Il Sole 24 Ore*, 18 April 2023.
45. Tremblay, Marie-Christine, Joumard, Martin & Beltz, Michael. *Financing SMEs and Entrepreneurs 2024: An OECD Scoreboard*. Paris: OECD Publishing, 30 January 2024.
46. Vecchi, Giovanni, Colombo, Laura & Rossi, Alessandra. "Dividendi e investitori istituzionali in Italia." Milano: Assogestioni, 2023.
47. Wolf, Martin. "How a Single Capital Market Would Unlock Europe's Potential." *Financial Times*, 15 March 2023.
48. Wolff, Edward N. "Household Wealth Trends in the United States, 1962–2019: The Role of Housing and Stock Market Wealth." NBER Working Paper No. 28383, 2021.
49. Assogestioni. *Rapporto Annuale 2019*. Associazione Italiana del Risparmio Gestito, 2019.
50. Atlantia set to be delisted as buyout bid reaches 90% threshold. Reuters, 24 November 2022.
51. BaFin. "Prospetti di offerta pubblica." Report ufficiale del 2022.
52. Banca d'Italia. *Indagine sull'alfabetizzazione finanziaria al 2023*. Rapporto ufficiale. Roma, 20 July 2023.
53. Banca d'Italia. *Relazione annuale sul 2020 in sintesi*. Roma: Banca d'Italia, 2021.
54. Banca d'Italia. *20 Years Since the TUF (1998–2018): Towards the Regulation of the Capital Market Union?* Quaderni di Ricerca Giuridica no. 86, August 2019.
55. Banca d'Italia. "The double constraint of information asymmetries in over-the-counter markets." *Temi di Discussione*, no. 1128, 2017.
56. Banca Mondiale. "10 anni di obbligazioni verdi: creazione del progetto per la sostenibilità nei mercati dei capitali." Pubblicato a Washington, D.C., il 18 March 2019.
57. Borsa Italiana. "Statistiche Mensili sugli Indici FTSE MIB." Aggiornate al 30 June 2024.
58. Brown Brothers Harriman. *ELTIF 2.0 – Practical Considerations within a New Landscape*. 16 May 2024.
59. Cassa Depositi e Prestiti. *30 anni di mercato unico europeo: un confronto con gli USA*. Roma: Cassa Depositi e Prestiti, 7 March 2024.
60. Capital Markets Union Action Plan. *Action Plan on Building a Capital Markets Union*. Bruxelles: Commissione Europea, 24 September 2020.
61. Carlyle Group. "The Carlyle Group to Acquire a 48% Stake in Moncler Group." News release, 8 October 2008.
62. CEM Benchmarking Inc. "Benchmarking the Performance of Private Equity Portfolios of the World's Largest Institutional Investors: A View from CEM." *Journal of Investing*, December 2020.

63. Consob. New industrial policy instruments for the development and listing of SMEs, by Simone Alvaro, Stefano Caselli, and Doina D'Eramo, Quaderni Giuridici no. 18, December 2018.
64. Consob. Rapporto sulla Corporate Governance delle Società Quotate Italiane. Roma: Consob, 2022.
65. Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria. "Basilea III: Quadro normativo globale per rafforzare la regolamentazione, la supervisione e la gestione del rischio nel settore bancario." Bank for International Settlements, dicembre 2010.
66. Comitato Economico e Sociale Europeo. Review of the European Long-Term Investment Funds (ELTIFs) Regulation. Bruxelles: Comitato Economico e Sociale Europeo, 2023.
67. Corporate Governance Committee. Corporate Governance Report of Italian Listed Companies 2019. Milano: Borsa Italiana, 2019.
68. Department of Homeland Security. U.S. Cybersecurity Guidelines: Updated Standards for Critical Infrastructure Protection. Washington, DC, 2023.
69. ENI e Intesa Sanpaolo. Bilanci Annuali 2022. Published on their websites.
70. European Central Bank. Financial Stability Review: Take-Private Transactions in the EU. Bruxelles: ECB, 2024.
71. European Commission. "Action 8: Building Retail Investors' Trust in Capital Markets." Published 24 September 2020.
72. European Commission. A Capital Markets Union for People and Businesses—New Action Plan. COM(2020) 590 final. Brussels: European Commission, 2020.
73. European Parliament and Council of the European Union. Omnibus Directive 2024. Official Journal of the European Union, 2024.
74. European Securities and Markets Authority (ESMA). Market Abuse Regulation: Guidelines and Recommendations. Paris: ESMA, 2022.
75. European Securities and Markets Authority (ESMA). Report on SME Growth Markets: Improving the Environment for Small Issuers. Paris: ESMA, 2021.
76. European Securities and Markets Authority (ESMA). "Final Report: Draft Regulatory Technical Standards under the ELTIF Regulation." ESMA34-1300023242-159, 2023.
77. Eurofi. Retail Investment in the Digital Age. Paris, September 2023.
78. IFRS Foundation. International Financial Reporting Standards: Update 2023. Londra: IFRS Publishing, 2023.
79. Invest Europe. Investing in Europe: Private Equity Activity 2020. Bruxelles: Invest Europe, 2021.
80. Investindustrial. "Delisting of La Doria S.p.A." Press release, 30 maggio 2022.
81. HealthTech 360. "Digital360: Takeover bid and delisting." 20 maggio 2023.
82. Intermonte & Politecnico di Milano. "The flow of listing and delisting on the Borsa Italiana stock market." March 2022.
83. KPMG US. Private Equity Deal Trends 2024: The Shift in Buyout and Exit Strategies. KPMG, 2024.
84. Mediobanca. Rapporto Annuale sul Sistema Bancario Italiano. Milano: Mediobanca Research, 2023.
85. Moonfare. Why Private Equity Take-Privates Are Taking Off. Moonfare Insights, 2024.
86. Moonfare, Daniel Weiss e Thomas Müller. Strategie di investimento in private equity. Berlino: Moonfare Research, 2024.

87. OECD/INFE. OECD/INFE Survey of Adult Financial Literacy. Parigi: OECD Publishing, 2023.
88. OECD. Financing SMEs and Entrepreneurs 2024: An OECD Scoreboard. Paris: OECD Publishing, 2024.
89. OECD. Economic Outlook 2023: Transparency in Financial Markets. Parigi: OECD Publishing, giugno 2023.
90. OCSE. Economic Outlook: Equity Markets and Redistribution. OECD Publishing, 2023.
91. PwC. Global Private Equity Responsible Investment Survey 2021. PwC.
92. PwC Italia. The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in Italy, 2023.
93. PwC UK. "Global IPO Watch 2024." PwC UK, Dicembre 2024.
94. PwC UK. "IPO Watch Europe Annual Review 2023." PwC UK, January 2024.
95. Reuters. "Tod's CEO sees luxury sector improving in seven or eight months." Reuters, 20 September 2024.
96. SEC. "IPO Process Guidelines." Pubblicato sul sito ufficiale della Securities and Exchange Commission, updated 2023.
97. Schroders. "Q&A: Why the Problems with PRIIPs Linger On." Schroders plc, June 2019.
98. Technical Expert Stakeholder Group (TESG). Empowering EU Capital Markets: Making Listing Cool Again. Brussels: European Commission, 2021.
99. "Cos'è e cosa fa un fondo di Private Equity." 24ORE Business School, 23 maggio 2023.
100. "La ripresa del Mercato M&A in Italia nel 2024." IMI Intesa Sanpaolo, 18 January 2024.
101. "M&A, grande rimonta del mercato in Italia nel 2024 con 73 mld euro di controvalore (+91%), distribuito su 1.369 deal (+8%)." Calcolato da KPMG, 7 January 2025.
102. House of Commons Business, Innovation and Skills Committee. Mergers, Acquisitions and Takeovers: The Takeover of Cadbury by Kraft, Ninth Report of Session 2009–10. London: The Stationery Office Limited, 2010.