

## **Lambiase (IRTOP): il dilemma delle Pmi, fra quotazione e capitale privato**



**Il saldo netto delle quotazioni su Euronext Growth Milan è diventato negativo nel 2025. Le crescenti alternative all'Ipo hanno ampliato anche il perimetro della consulenza di IRTop, a 25 anni dalla fondazione.**

**La Borsa delle Pmi italiane è entrata in una fase di selezione, non è solo un'impressione temporanea. Lo racconta anche IRTOP Consulting, che per 25 anni ha assistito le imprese verso il debutto in Borsa. Dopo anni in cui Euronext Growth Milan ha rappresentato il canale privilegiato per avvicinare le imprese familiari al mercato dei capitali, il saldo tra Ipo e delisting si è progressivamente indebolito: **+13 nel 2023, +10 nel 2024, -7 nel 2025**. Il mercato conta oggi **206 società quotate** e circa **10 miliardi di euro** di capitalizzazione, mentre le società passate da EGM al**

mercato principale e a Star sono arrivate a una capitalizzazione aggregata di **26,9 miliardi**, con una performance media dal translisting pari a **+203%**.

Per la founder e ceo di IRTOP, **Anna Lambiase**, il mercato ha prodotto storie di crescita, ma oggi deve fare i conti con liquidità più ridotta, copertura analitica limitata, valutazioni a sconto e concorrenza crescente del capitale privato.

### **Quali sono, a vostro giudizio, le cause principali di questa perdita di attrattività dell'EGM?**

Il rallentamento mostrato da EGM negli ultimi anni va letto in un contesto molto ampio, che non riguarda solo il nostro paese; certamente le tensioni geopolitiche e la volatilità dei mercati azionari a livello globale hanno avuto un impatto sulla scelta di quotazione, unitamente ad una minore propensione al rischio da parte degli investitori. Nel caso italiano convivono elementi specifici che amplificano questa dinamica e mi riferisco essenzialmente al problema strutturale della liquidità delle Small&Mid Cap, una copertura limitata da parte degli analisti finanziari e valutazioni a sconto: oggi sono 206 le società quotate su Euronext Growth Milan, per una capitalizzazione complessiva di circa 10 miliardi di euro. Parallelamente, le 29 operazioni di translisting verso Euronext Milan e STAR hanno raggiunto una capitalizzazione aggregata attuale di 26,9 miliardi di euro, registrando una performance media dal passaggio al mercato principale pari a +203%. Questi dati dimostrano come EGM abbia rappresentato negli ultimi 10 anni un vero motore di crescita e un efficace percorso di accesso ai mercati regolamentati per molte PMI italiane. Senza il contributo di queste società, il mercato principale avrebbe probabilmente risentito in misura ancora maggiore della contrazione del numero di quotazioni. Detto questo, non credo si possa parlare di una crisi strutturale della quotazione in sé. Le migliori aziende con un progetto industriale chiaro, una governance solida e una dimensione adeguata continuano a trovare nella Borsa uno strumento strategico di crescita. Probabilmente siamo entrati in una fase più selettiva: il mercato oggi richiede maggiore qualità, sostenibilità dei risultati e piani di crescita coerenti, oltre alla capacità di dialogare con investitori sempre più sofisticati.

E' auspicabile che, con la ripresa delle annunciate mega-Ipo tecnologiche americane come SpaceX o Anthropic possa rappresentare un fattore



## **IRTOP CONSULTING**

favorevole anche per mercati europei con un effetto positivo sull'intero ecosistema globale delle IPO. La vera sfida, oggi, è rendere il mercato più liquido ed efficiente, rafforzando la presenza degli investitori istituzionali

domestici e creando condizioni che permettano alle Pmi quotate di beneficiare realmente dello status di società pubblica.

**Negli stessi anni di questo “declino” è cresciuta molto l’attenzione verso il capitale privato a sostegno delle Pmi italiane. Si sente spesso dire che, di fronte a fondi con molta liquidità da investire, alcuni imprenditori possano ottenere valutazioni più favorevoli attraverso canali privati rispetto al mercato pubblico. È davvero così?**

Corretto: negli ultimi anni molti fondi di private equity hanno avuto grande disponibilità di capitale da investire e, in diversi casi, hanno riconosciuto alle PMI valutazioni più elevate rispetto al mercato pubblico. Questo dipende però soprattutto dalle diverse logiche dei due mercati. Più che una contrapposizione, si tratta di due strumenti complementari: il private equity può rappresentare una fase di sviluppo che prepara le imprese a una futura quotazione e per questo sono nati i fondi Pre-IPO e si è sviluppato un ecosistema più ampio di capitali privati growth capital e PIPE.

**In teoria, il mercato pubblico dovrebbe offrire un prezzo più trasparente e continuamente verificabile, mentre un investitore privato dovrebbe incorporare anche uno sconto per illiquidità e rischio di esecuzione. Eppure, in alcune fasi, sembra accadere il contrario, è un’anomalia?**

Il fatto che i fondi di private equity investano generalmente acquisendo quote di maggioranza, o comunque partecipazioni con forte influenza sulla governance, giustifica in parte multipli più elevati rispetto al mercato pubblico. Acquistando il controllo, il fondo può intervenire direttamente sulle strategie, sulla managerializzazione, sulle operazioni straordinarie e sulla creazione di valore futura. Qui sta una delle principali differenze rispetto al mercato pubblico: la Borsa, in altre parole, valorizza prevalentemente quote di minoranza e, infatti, le statistiche dell’Osservatorio ECM rilevano un flottante medio attuale delle quotate EGM intorno al 25%. In questo

---

**IRTOP Consulting Srl- Boutique Finanziaria**

Via Bigli, 19 - 20121 Milano - CF e P. Iva 13442940154

[www.irtop.com](http://www.irtop.com) - [www.pmicapital.it](http://www.pmicapital.it)



## **IRTOP CONSULTING**

contesto, l'investitore ha un ruolo sostanzialmente passivo e non può incidere direttamente sulla gestione. Per questo il mercato incorpora naturalmente uno sconto. Tuttavia, questo stesso meccanismo consente alle PMI che si quotano di mantenere il controllo e la governance della società, un aspetto spesso molto apprezzato dagli imprenditori. Il differenziale di valutazione, quindi, non dipende soltanto da un'eventuale

inefficienza del mercato pubblico, ma anche dalla natura profondamente diversa dell'investimento. Il private equity acquista controllo e capacità di execution; la quotazione offre equilibrio finanziario e visibilità.

**Com'è cambiato negli ultimi anni l'orientamento degli imprenditori italiani nei confronti della Borsa? La quotazione resta percepita come un passaggio di crescita e istituzionalizzazione, oppure pesa di più il timore di costi, volatilità, obblighi informativi e pressione del mercato?**

In questi anni abbiamo accompagnato oltre 40 PMI in IPO nel ruolo di advisor finanziario, contribuendo allo sviluppo dell'ecosistema finanziario dedicato alle small & mid cap italiane, promuovendo la cultura della quotazione e supportando imprenditori e management nella crescita. Nel frattempo sono nati numerosi fondi specializzati sull'EGM, che inizialmente era considerato un mercato "family and friends". Parallelamente, gli imprenditori hanno iniziato a percepire la Borsa come uno strumento più accessibile, anche grazie alla significativa attività di education svolta da IRTOP in prima linea.

Nella nostra esperienza decennale abbiamo visto crescere da un lato la percezione del valore strategico oltre che finanziario dell'IPO da parte delle imprese: accesso ai capitali, rafforzamento della governance, visibilità sul mercato e capacità di attrarre manager e partner industriali. Per molte PMI rappresenta uno step naturale nel percorso di crescita, soprattutto quando l'obiettivo è scalare, fare acquisizioni o aprirsi ai mercati internazionali. Ma la Borsa non è per tutti.

La maggiore volatilità dei prezzi, gli obblighi informativi e le tematiche valutative (non nuove per le PMI) sono diventati più evidenti in un contesto

---

**IRTOP Consulting Srl- Boutique Finanziaria**

Via Bigli, 19 - 20121 Milano - CF e P. Iva 13442940154

[www.irtop.com](http://www.irtop.com) - [www.pmicapital.it](http://www.pmicapital.it)



di

**IRTOP CONSULTING**

minore liquidità per le small cap e di crescente selettività da parte degli investitori. Il risultato è che la quotazione non va osservata come un punto di arrivo “automatico”, ma come una scelta strategica che dipende dal profilo dell’impresa, dagli obiettivi dell’imprenditore e dalla capacità di sostenere nel tempo il confronto con il mercato.

Non si tratta di un disallineamento tra percezione positiva e negativa, ma di una valutazione più matura e bilanciata: la quotazione resta uno strumento potente di crescita e di passaggio generazionale, ma non è più considerata la soluzione per tutte le imprese. Questo approccio al mercato ha cambiato anche la nostra visione e il nostro modello di business, che negli ultimi anni ha visto una crescente adozione di strumenti di finanza alternativa più ampi per i nostri clienti, dal debito al private equity, ai private deal.

### **Guardando al futuro, quali condizioni potrebbero favorire un’inversione di rotta su Euronext Growth Milan?**

Vorrei citare alcune modifiche regolamentari che potrebbero portare benefici significativi al mercato delle IPO, tra cui la stabilizzazione e il potenziamento del credito d’imposta sui costi di quotazione, anche a livello regionale, sull’esempio della Regione Lombardia; incentivi fiscali alla patrimonializzazione delle imprese; la revisione dei PIR alternativi e la creazione di un fondo di fondi dedicato alle micro-cap, oltre al coinvolgimento di nuovi attori istituzionali, come le casse di previdenza e i fondi pensione, che possano destinare una quota del proprio patrimonio a titoli azionari EGM, cioè all’economia reale. A questi elementi si aggiungono ulteriori possibili interventi sul TUF e semplificazioni regolamentari nelle operazioni di translisting e di reverse take over.

---

**IRTOP Consulting Srl- Boutique Finanziaria**

Via Bigli, 19 - 20121 Milano - CF e P. Iva 13442940154

[www.irtop.com](http://www.irtop.com) - [www.pmicapital.it](http://www.pmicapital.it)