



A cura di **Salvatore Esposito De Falco** e **Nicola Cucari** della Ermes, startup universitaria della Sapienza Università di Roma

La grande fuga

Lo scorso anno 28 società hanno lasciato la Borsa italiana, a fronte di 22 nuove quotazioni. Nel 2025 hanno fatto lo stesso altre 17 aziende. E il fenomeno è in atto anche nel resto d'Europa. Per fermare la corsa al delisting serve, quanto prima, un intervento strategico

Negli ultimi tre anni decine di società quotate hanno deciso di dire addio alla Borsa. In Italia, solo nei primi mesi del 2025, 17 società hanno lasciato Piazza Affari. E il 2024 è stato l'anno della grande fuga: 28 delisting contro 22 nuove quotazioni. In Europa il bilancio è ancora più pesante. Il Regno Unito, per esempio, ha perso 151 aziende quotate in un anno. E mentre il continente si svuota, il Nasdaq ha registrato 171 nuove Ipo. Come se l'Europa si stesse lentamente ritirando dal grande gioco dei capitali globali. Ma che cosa sta succedendo? E perché sembra di assistere a un 'delisting game'?

Il delisting, cioè l'uscita di una società dal listino di borsa, può avvenire per due motivi molto diversi. In alcuni casi è imposto dalle autorità, ad esempio quando l'impresa non rispetta i requisiti regolamentari, attraversa una crisi finanziaria o arriva al fallimento. Ma nella maggior parte dei casi, soprattutto in Euro-

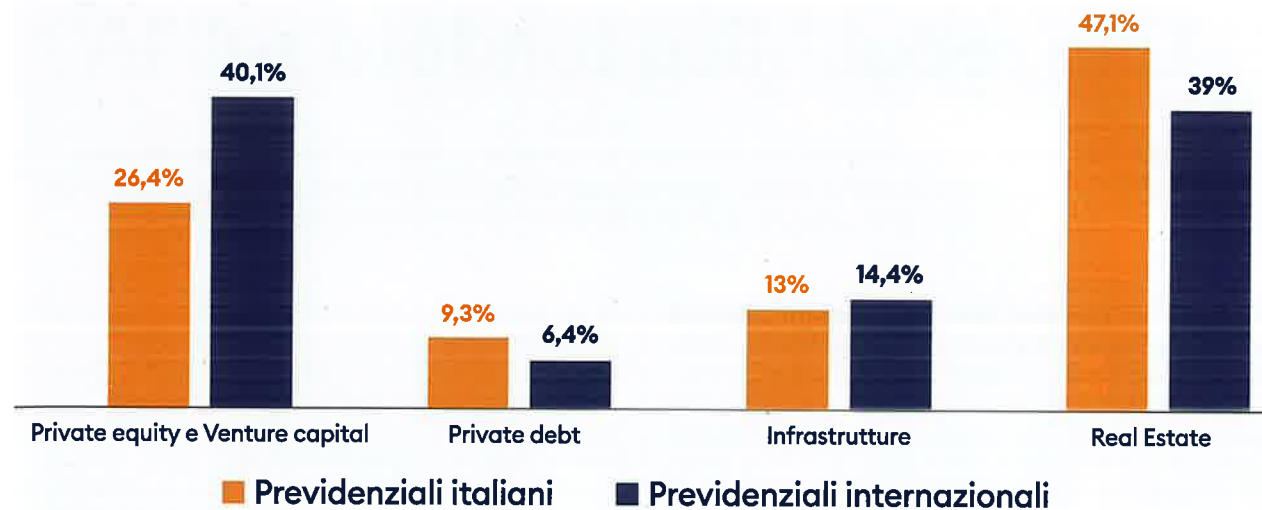
pa, è una scelta volontaria del management. Una decisione strategica, spesso legata a operazioni di fusione, acquisizione, privatizzazione o trasferimento della quotazione su un altro mercato ritenuto più vantaggioso. In Italia il delisting non è solo una scelta delle imprese, ma riflette anche le debolezze strutturali di un mercato dei capitali ancora poco attrattivo, incapace di offrire condizioni competitive rispetto ad altri contesti internazionali. Il nostro sistema continua a scontare limiti profondi e ben radicati: una tradizione bancocentrica che limita l'accesso a fonti alternative di finanziamento, una scarsa cultura finanziaria, il limitato sviluppo dei fondi pensione, la presenza ridotta di investitori domestici e l'assenza di una fiscalità a favore del mercato dei capitali. Confrontando il 2011 e il 2024, emergono, secondo l'ultimo rapporto Consob, diversi elementi di grande interesse sull'evoluzione della corporate governance in Italia.

In questo scenario, uno degli aspetti più preoccupanti è il progressivo arretramento del capitale istituzionale italiano dal cuore della governance delle società quotate. Se nel 2011 il 18,5% delle società quotate vedeva la partecipazione di investitori istituzionali domestici, oggi questa presenza si è più che dimezzata, scendendo all'8,2%. Un segnale che va letto non solo come una ritirata quantitativa, ma come la spia di una debolezza sistemica più profonda, ovvero quella di un mercato incapace di mobilitare capitali pazienti e professionali all'interno dei confini. Nel frattempo,

INDICATORE	2011	2024
Primo azionista	46,10%	48,20%
Controllo familiare	60,60%	60,20%
Società con voto maggiorato	17 (giugno 2015)	72
Investitori istituzionali italiani (% società partecipate)	18,50%	8,20%
Investitori istituzionali esteri (% società partecipate)	13,80%	21,50%
Partecipazione assemblee	70,20%	77%
Partecipazione investitori istituzionali	11,50%	21,20%
Comitato sostenibilità	24,3% (2018)	68,30%
Donne nel cda	7,40%	43,20%

Un confronto tra indicatori di corporate governance nel 2011 e nel 2024.

Fonte: nostra elaborazione da Rapporto Consob 2024



Distribuzione degli investimenti in portafoglio tra le asset class: confronto tra enti previdenziali italiani e internazionali

Fonte: Teha Group su dati Aifi, 2025

la quota di società partecipate da fondi esteri è cresciuta dal 13,8% al 21,5%, evidenziando un paradosso tutto italiano: mentre le imprese cercano stabilità e visione di lungo termine, i principali soggetti in grado di offrirla - fondi pensione, casse di previdenza, assicurazioni - restano ai margini. La logica dunque si inverte ed è il capitale internazionale a presidiare le assemblee, a esercitare engagement e a influenzare le scelte strategiche, mentre il capitale domestico si fa sempre più silenzioso, quasi assente. Questa dinamica ridisegna gli equilibri interni ai consigli di amministrazione e lascia campo libero a strutture proprietarie concentrate. Il controllo familiare resta stabile, sopra il 60%, ma si rafforza grazie all'uso crescente del voto maggiorato.

Le società che adottano questo strumento sono passate dalle 17 del 2015 alle 72 del 2024. In assenza di un contrappeso istituzionale interno, si afferma una governance sempre più centrata su pochi soggetti, con il rischio di una minore apertura al confronto, alla diversità e all'innovazione.

L'assenza degli investitori istituzionali italiani si avverte anche guardando all'innovazione. Secondo una recente ricerca di The European House-Ambrosetti (Teha) e Cdp Venture Capital, il 47,1% dei portafogli previdenziali italiani è parcheggiato nel real estate, contro una media internazionale del 39%, mentre l'esposizione al private debt tocca il 9,3% (all'estero si ferma al 6,4). Al polo opposto, le asset class che alimentano innovazione e crescita (venture capital e private equity) restano sottodi-

mensionate: 26,4% contro il 40,1% a livello globale. Il coinvolgimento degli investitori istituzionali nel finanziamento dell'innovazione e, in particolare, nel settore del venture capital, risulta dunque marginale rispetto al potenziale. In questa direzione si muove l'ultimo intervento normativo previsto dalla Legge Concorrenza (art. 33, comma 1, lettere a) e b) della L. n. 193/2024), che prende finalmente forma e diventa operativo. La misura rappresenta un passaggio importante per sbloccare il potenziale dei fondi pensione nel finanziare il venture capital. La versione definitiva della norma prevede una rimodulazione graduale delle soglie: dal 1 gennaio 2025, almeno il 3% del portafoglio di investimenti qualificati dell'anno precedente deve essere allocato in fondi vc. La quota salirà al 5% nel 2026, fino a raggiungere il 10% nel 2027. Così come per il finanziamento dell'innovazione, serve un intervento strategico anche per limitare il fenomeno del delisting. Serve una nuova politica del risparmio azionario, ispirata ai modelli virtuosi del Nord Europa, che hanno incentivato le famiglie a investire in azioni attraverso strumenti di risparmio fiscalmente agevolati, promuovendo al contempo un ruolo attivo degli investitori istituzionali e delle istituzioni finanziarie pubbliche. L'Italia può agire subito, senza aspettare i tempi lunghi dell'armonizzazione europea. Senza questa svolta, ogni sforzo per trattenere le imprese in Borsa - dal Listing Act alle semplificazioni regolamentari - rischia di rimanere incompiuto. Perché un mercato senza capitale domestico è, alla lunga, un mercato senza radici. **F**