

## **Due proposte per indirizzare il risparmio italiano verso le PMI quotate ed espandere la dimensione e la liquidità del mercato azionario**

Questo documento è stato elaborato da Massimo Fuggetta, Presidente e CIO di Bayes Investments, società che gestisce il Made in Italy Fund, un fondo di investimento aperto dedicato alle PMI italiane quotate, ed è stato sottoscritto dalle persone elencate in coda.

L'obiettivo finale è di creare le condizioni migliori per la quotazione delle PMI italiane, il loro accesso a capitali italiani ed esteri e la loro crescita ed internazionalizzazione a supporto del PNRR.

### **Executive Summary**

- Le PMI sono un volano di crescita, innovazione e internazionalizzazione dell'economia. La loro quotazione sul mercato azionario ha un ruolo importante per un sistema economico avanzato grazie all'effetto moltiplicatore derivante dall'immissione di capitali istituzionali italiani ed esteri.
- Il mercato azionario italiano ha una dimensione modesta rispetto all'economia del Paese e ai maggiori mercati azionari europei e mondiali.
- Per accrescere la dimensione del mercato c'è bisogno di incentivare nuove aziende a quotarsi. Ma è anche necessario promuovere la partecipazione degli investitori individuali e istituzionali.
- Si propongono a tal proposito due interventi strategici:
  1. I PIR incentivano il risparmio italiano ad investire nell'economia domestica convogliando risorse alle imprese, ma hanno finora svolto un ruolo insufficiente, che andrebbe dunque rafforzato. Si propone di innalzare la quota minima dell'investimento in PMI quotate nei PIR Ordinari, attualmente pari al 3,5%, ad un livello significativamente superiore, e di indirizzare i PIR Alternativi, in cui la quota minima investita in PMI è del 70%, a focalizzarsi maggiormente sulle PMI quotate.
  2. Il risparmio previdenziale ha finora svolto un ruolo ancora più modesto che, seguendo l'esempio della Francia, andrebbe decisamente potenziato. Si propone la creazione di un fondo di fondi PIR a partecipazione statale – sul solco di veicoli simili gestiti da Cassa Depositi e Prestiti e dallo European Investment Fund per investimenti in Private Equity e Venture Capital – che siano in grado di attrarre investitori istituzionali italiani ed esteri, e di incoraggiare la partecipazione ad esso da parte degli enti previdenziali.

## Introduzione

Come evidenziato nel [Libro Verde](#) su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita e nel Rapporto [OECD Capital Market Review of Italy 2020 – Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers](#), il mercato azionario italiano ha una dimensione ridotta rispetto alla [economia del Paese](#) e ai maggiori [mercati azionari](#) europei e mondiali.

Un mercato azionario ampio ed efficiente costituisce un importante volano di crescita, innovazione e internazionalizzazione in un sistema economico avanzato, derivante dall'effetto moltiplicatore generato dall'immissione di capitali istituzionali italiani ed esteri a supporto del PNRR.

Grazie all'impegno profuso da [Borsa Italiana per le PMI](#), unito a quello degli altri operatori di mercato e alla presenza di incentivi fiscali alla quotazione, a fine 2022 vi erano in Italia 414 società quotate, per una capitalizzazione complessiva di 662 miliardi di euro, pari al 34% del PIL. Di queste società, 334 erano PMI, definite come società con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo, di cui 144 quotate sul mercato principale EXM (Euronext Milan, Ex-MTA) e 190 su EGM (Euronext Growth Milan, ex-AIM Italia). La capitalizzazione complessiva delle PMI era di circa 45 miliardi<sup>1</sup>, di cui 10.6 miliardi in società EGM.

Al confronto, tuttavia, su [Euronext Paris](#) ci sono oltre 800 società quotate – il doppio che su Euronext Milan – con una capitalizzazione complessiva di oltre 3.000 miliardi di euro, oltre 4 volte quella italiana e pari a più del 100% del PIL francese. Di queste, oltre 600 sono PMI, con una capitalizzazione complessiva di 82 miliardi.

[La Francia è leader dell'asset management nell'Eurozona](#), con oltre 4.800 miliardi in gestione, oltre 700 società di asset management, di cui oltre 450 società indipendenti e oltre 200 nate negli ultimi cinque anni. L'industria occupa 85.000 persone, di cui 26.000 nelle società di gestione.<sup>2</sup> Attualmente vi sono in Francia circa 80 [fondi specializzati sulle PMI domestiche](#), che gestiscono un patrimonio totale di oltre 6 miliardi.

Il Libro Verde auspica

un "cambio di passo" strutturale nel rapporto tra imprese e mercato dei capitali; da un lato rimuovendo vincoli, normativi e operativi, all'accesso al mercato da parte delle imprese, dall'altro introducendo misure che stimolino, sia sul lato della domanda sia su quello dell'offerta, la canalizzazione degli investimenti verso le imprese, attraverso i mercati (p. 2).

**Le PMI sono le società che maggiormente necessitano del cambio di passo auspicato dal Libro Verde. L'ampio divario tra Francia e Italia non comincerà a colmarsi fino a quando l'auspicio non verrà tradotto in ambiziose ed efficaci misure pratiche mirate ad accrescere la partecipazione di investitori individuali e istituzionali al mercato azionario italiano.**

## Gli investitori individuali: i PIR

La più importante iniziativa volta a stimolare l'investimento dei risparmiatori italiani nelle PMI è stata l'introduzione nel 2017 dei [Piani Individuali di Risparmio \(PIR\)](#). Pur trovandosi ad attraversare fasi alterne, essa è stata un'iniziativa di successo: secondo l'ultimo [Osservatorio PIR](#) redatto da Assogestioni, a fine 2022 i PIR promossi dalle società aderenti all'associazione valevano 18,9 miliardi

---

<sup>1</sup> Fonte: Factset

<sup>2</sup> Dati a fine 2021

di euro, di cui 17,4 miliardi in PIR Ordinari e 1,5 miliardi in PIR Alternativi. Si tratta di una somma apprezzabile: l'1,9% del patrimonio promosso in fondi aperti e fondi chiusi mobiliari, pari a 989 miliardi, ma quasi il doppio del totale investito in fondi Azionari Italia (8,2 miliardi) e Fondi Obbligazionari Italia (1,6 miliardi).

**A conti fatti, tuttavia, appare evidente che i PIR Ordinari hanno risposto solo in minima parte all'obiettivo per cui sono appositamente nati: convogliare il risparmio degli italiani verso le PMI. A differenza di quanto viene comunemente immaginato, appena il 5% del controvalore dei PIR Ordinari è investito in titoli di PMI quotate – di poco superiore al livello minimo del 3,5% stabilito dalla legge.**

In risposta a tale carenza, a fine 2020 sono stati creati i PIR Alternativi, per i quali l'investimento minimo in PMI è stato innalzato dal 3,5% al 70%. Ma il valore dei PIR Alternativi è ancora basso rispetto a quello dei PIR Ordinari. Inoltre, l'Osservatorio PIR stima che, su 1,5 miliardi di controvalore<sup>3</sup>, 0,9 siano in cash/impegni e feeder, mentre solo 0.5 miliardi sono effettivamente investiti in azioni, obbligazioni e altri 'veicoli'. Di questi, per di più, ben l'82% è investito in titoli non quotati, mentre la percentuale investita in PMI quotate è solo del 15%, per un ammontare di appena 75 milioni – 30 milioni su EXM e 45 su EGM. Si tratta di appena il 5% del totale investito in PIR Alternativi, ben lontano dal 70% previsto dalla legge.

**Bisogna dunque riconoscere che anche i PIR Alternativi hanno risposto in maniera largamente insufficiente all'obiettivo di accrescere la partecipazione dei risparmiatori italiani al capitale delle PMI quotate. Se da un lato i PIR Ordinari sono prevalentemente investiti in titoli di società medio-grandi, dall'altro i PIR Alternativi sono prevalentemente investiti in titoli non quotati.**

**Il risultato è che, su un totale di 18,9 miliardi investiti nei PIR, solo il 5%, pari a 0,9 miliardi, è investito in PMI quotate – appena il 2% della loro capitalizzazione. Paradossalmente, le società che dovrebbero essere le principali beneficiarie dei PIR sono quelle che ne beneficiano di meno.**

### **Gli investitori istituzionali: fondi pensione e casse di previdenza**

Un'altra importante fonte potenziale di finanziamento alle PMI è costituita dal risparmio previdenziale. Come mostrato nell'ultima [Relazione COVIP](#) e nel [Rapporto COVIP sulle politiche di investimento degli Enti Previdenziali](#), a fine 2021 il totale delle attività investite dal sistema previdenziale italiano era di 321 miliardi, di cui 213 miliardi in fondi pensione e 108 miliardi in casse di previdenza.

Di questi, 72 miliardi erano investimenti azionari: 51 miliardi nei fondi pensione, pari al 29% del totale (vedi Tavola 1.21 della Relazione)<sup>4</sup>, e 21 miliardi nelle casse di previdenza, pari al 19% del totale (vedi Tavola 4 del Rapporto).

Guardando agli investimenti domestici (vedi Sezione 3 del Rapporto), questi erano di 77 miliardi: 40 miliardi nei fondi pensione, pari al 23% del totale, e 37 miliardi nelle casse di previdenza, pari al 34% del totale. Ma di questi, 42 miliardi (pari al 54%) erano investiti in titoli di stato ed altri titoli di debito (81% per i fondi e 25% per le casse) e 21 miliardi (pari al 28%) in immobili, inclusi OICR immobiliari

<sup>3</sup> A questa somma vanno aggiunti i fondi di società non aderenti ad Assogestioni, in primis Azimut che, secondo l'ultimo PIR Monitor redatto da Equita SIM, gestiva 731 milioni in PIR Alternativi (dati del terzo trimestre 2022). Sommando tali fondi, il controvalore dei PIR Alternativi sale a 2,5 miliardi.

<sup>4</sup> Il totale attività nette dei Fondi Pensione riportato in Tavola 13 è di 176 miliardi, corrispondenti agli investimenti direttamente riferibili alle forme pensionistiche complementari.

(8% per i fondi e 50% per le casse). Solo i restanti 14 miliardi – 18% degli investimenti domestici e 5% delle attività totali – erano investiti in titoli di capitale, quote di OICVM e quote di altri OICR mobiliari: 6 miliardi nei fondi e 8 miliardi nelle casse. Di questi – che Il Rapporto COVIP definisce ‘le risorse finanziarie destinante alle imprese italiane’ (p. 23) – 4 miliardi erano investiti in strumenti obbligazionari, 5 in strumenti azionari e 5 in OICR mobiliari.

Appare dunque evidente che, come commenta di seguito lo stesso Rapporto, ‘Se rapportato al totale delle passività finanziarie delle imprese italiane, il contributo fornito dal risparmio previdenziale resta modesto, circa lo 0,4 per cento’. Simile è il commento nella Relazione (p. 49):

Se si escludono i titoli di Stato italiani, il contributo che il sistema delle forme complementari fornisce all’economia italiana è limitato, anche nel confronto internazionale. Restano tuttora validi, quali possibili fattori frenanti, il riferimento a benchmark di mercato diversificati su scala internazionale nei quali il peso assegnato all’Italia è marginale, dato l’esiguo numero di imprese quotate italiane e il limitato sviluppo, a livello nazionale, dei mercati di capitale e di debito privati.

**Si riproduce dunque, in forma estrema, la situazione dei PIR. Il risparmio previdenziale, già poco investito nel mercato azionario italiano, non lo è per nulla nelle PMI quotate.**

### **Le due proposte**

#### **1. Potenziare i PIR**

Affinché i PIR svolgano l’importante ruolo per cui sono stati creati, è necessario che i PIR Ordinari siano indirizzati ad investire una quota decisamente più alta in PMI quotate.

**La quota minima, attualmente al 3,5%, dovrebbe essere innalzata ad un livello significativamente superiore, da concordare con le associazioni di categoria.**

I PIR Alternativi, in cui la quota minima è del 70%, dovrebbero essere indirizzati a **focalizzarsi maggiormente sulle PMI quotate.**

#### **2. Indirizzare il risparmio previdenziale**

Affinché il risparmio previdenziale dia un opportuno contributo al potenziamento del mercato azionario italiano, fondi pensione e casse di previdenza dovrebbero essere indirizzate ad adottare un consistente *Home Country Bias* – un’allocazione alle azioni domestiche significativamente maggiore di quella a benchmark, destinandone un’adeguata parte alle PMI. Tale investimento potrebbe convenientemente avvenire in sostituzione delle attività domestiche attualmente prevalenti: titoli di Stato per i fondi e immobili per le casse, consentendo tra l’altro di accedere agli stessi vantaggi fiscali dei PIR (vedi [Circolare 19/E 2021](#) dell’Agenzia delle Entrate).

Come indicato nel Libro Verde (p. 34) e nel Rapporto OECD (p. 16, 21, 45), la forma più adatta ad un investimento in PMI quotate è quella di un **fondo di fondi**. Tale fondo investirebbe in un portafoglio selezionato di fondi azionari PIR-compliant – sia in quelli esistenti sia in nuovi fondi e veicoli di investimento quotati che in tal modo sarebbero stimolati a nascere e crescere – allocando ad ognuno una porzione del totale, in modo da assicurare maggiore liquidità e diversificazione.

Un fondo di fondi da, ad esempio, 3 miliardi di euro, sarebbe pari ad un modesto 1% delle attività totali di fondi e casse. Il fondo potrebbe nascere in seno a [Cassa Depositi e Prestiti](#) e/o allo [European Investment Fund](#), sul solco di iniziative simili intraprese nel campo del Private Equity e del Venture Capital.

Il fondo avrebbe tre importanti effetti positivi:

1. Convoglierebbe risorse volte al finanziamento e alla crescita delle PMI che hanno avuto la capacità di completare il processo di quotazione ed il merito di aprire il proprio capitale all'investimento pubblico.
2. Creerebbe un'importante fonte naturale di domanda, incoraggiando la quotazione di nuove società ed espandendo la dimensione, il valore e l'importanza del mercato azionario italiano.
3. Faciliterebbe la creazione e la crescita di fondi di investimento focalizzati sul mercato azionario italiano, aumentandone la liquidità e l'efficienza, e sviluppando ricerca, conoscenza e capacità di analisi.

Non da ultimo, il fondo consentirebbe al sistema previdenziale di investire nelle aziende italiane a maggiore potenziale di crescita, a beneficio degli aderenti e del Paese.

Aderiscono alle proposte contenute in questo documento (in ordine alfabetico):

Alberto Alfiero – Vicedirettore Generale, Banca Finnat e Presidente, NATAM

Antonio Amendola – Fund Manager, AcomeA SGR

Massimo Baggiani – Amministratore Delegato, Niche Asset Management

Stefano Bellavita – Managing Partner, Alantra

Fabio Caldato – Partner, Olympia Wealth Management Limited

Massimiliano Casini – Founder, ACTiO Advisors Limited

Vincenza Colucci e Silvia di Rosa – Partner, CDR Communication

Carlo Favero – Professor of Asset Pricing and Quantitative Finance, Università Luigi Bocconi

Luigi Giannotta – Direttore Generale, Integrae Sim

Anna Lambiase – Amministratore Delegato, IR Top e Vicepresidente, Assonext

Marco Leone – Senior Advisor, Nomisma

Marco Liera – Amministratore Delegato, Wide Data Management

Giovanni Natali – Amministratore Delegato, 4AIM SICAF e Presidente, Assonext

Paolo Pescetto – Presidente, Redfish Longterm Capital

Antonello Sanna – Amministratore Delegato, SCM Sim

Stefano Taioli – Amministratore Delegato, ABC Company