

Il mercato italiano dei capitali: Misure necessarie alla sua espansione

Executive Summary

- Il mercato azionario italiano ha una dimensione modesta rispetto all'economia del Paese e ai maggiori mercati azionari europei e mondiali. La Francia ha un numero doppio di aziende quotate e una capitalizzazione di mercato più di quattro volte superiore.
- Per ridurre il divario c'è bisogno di sollecitare nuove aziende a quotarsi. Ma è anche necessario promuovere la partecipazione degli investitori individuali e istituzionali.
- I PIR incentivano il risparmio italiano ad investire nell'economia domestica convogliando risorse alle imprese, ma hanno finora svolto un ruolo insufficiente.
- Il risparmio previdenziale ha finora svolto un ruolo ancora più modesto che, seguendo l'esempio della Francia, dovrebbe essere decisamente potenziato.

Il [Libro Verde](#) su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita, pubblicato ad inizio 2022 dal Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), presenta un insieme di iniziative volte a favorire

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).

Il documento fa seguito al Rapporto [OECD Capital Market Review of Italy 2020](#) – Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers, pubblicato ad inizio 2020, che in apertura evidenzia che

La prosperità futura delle famiglie italiane dipenderà, in misura apprezzabile, dal grado di successo con cui si riuscirà a far confluire i loro risparmi verso investimenti a lungo termine nell'economia reale, in grado di creare ulteriori posti di lavoro ed una crescita sostenibile. Imprenditori, aziende e famiglie dovranno, pertanto, avere l'opportunità di trarre vantaggio dai rapidi sviluppi che interessano oggi il mondo della finanza. Ispirandosi ai punti di forza delle aziende italiane e alle esperienze internazionali, il presente Studio offre raccomandazioni generali per migliorare il quadro istituzionale e normativo, con l'intento di fornire alle imprese un accesso migliore al finanziamento e garantire pari opportunità per i risparmiatori.

In sintonia con le raccomandazioni del Rapporto OECD, il Libro Verde raggruppa le iniziative esaminate in quattro temi:

1. Migliorare il processo di listing in Italia e rendere più efficiente l'accesso e la permanenza nei mercati, in particolare da parte delle Piccole e Medie Imprese (PMI).

2. Migliorare le condizioni per la partecipazione ai mercati da parte degli investitori e incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori istituzionali.
3. Valorizzare le potenzialità del digitale ai fini dell'accesso al mercato di imprese e investitori.
4. Rendere il sistema di applicazione delle regole più efficiente ed efficace.

La pubblicazione del documento è stata seguita da un seminario presso il MEF – vedi [sessione mattutina](#) e [sessione pomeridiana](#) – e da una [consultazione pubblica](#), che ha raccolto [24 contributi](#).

Migliorare il processo di listing

Il tema che ha raccolto la maggiore attenzione, sia nel documento che nei contributi, è stato il primo. Il grafico a p. 11 del Libro Verde riporta ammissioni e revoche in Borsa Italiana dal 2011 al 2021. Nel periodo vi sono state 287 ammissioni e 188 revoche, per una differenza positiva di 99¹. Di queste, le ammissioni sul mercato principale EXM (Euronext Milan, Ex-MTA) sono state 49 e le revoche 123, per una differenza negativa di 74, mentre le ammissioni su EGM (Euronext Growth Milan, Ex-AIM Italia), il mercato dedicato alle PMI, sono state 232 e le revoche 59, per una differenza positiva di 173.²

Emerge dunque chiaramente il quadro di un costante deflusso netto di società da EXM, più che compensato da un altrettanto costante afflusso netto di PMI su EGM.

L'impegno profuso da [Borsa Italiana per le PMI](#), unito a quello degli altri operatori di mercato e alla presenza di incentivi fiscali alla quotazione, si è tradotto in un indubbio e significativo successo per EGM:

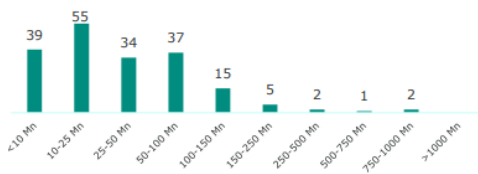
Euronext Growth Milan

Euronext Growth Milan sta esprimendo risultati sempre più interessanti, attraendo società di qualità e l'interesse di una platea sempre più ampia di investitori

Il mercato Euronext Growth Milan oggi

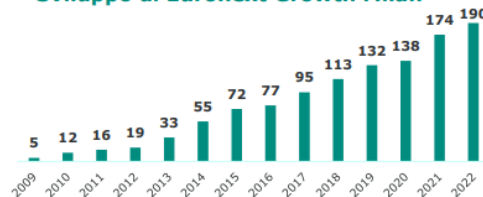
- **190** realtà per **11 settori** rappresentati
- **€ 10,6 Mld** Mkt Cap totale
- **€ 44 Mn** Mkt Cap media **€ 26 Mn** mediana
- **€ 5,7 Mld** raccolti in IPO, di cui
 - **€ 4,8 Mld** in OPS (85%)
 - **€ 0,9 Mld** in OPV
- **25%** flottante medio all'IPO

Distribuzione per range di Mkt Cap*



Fonte: Borsa Italiana, PMK, dati di mercato aggiornati al 31.12.2022. *Il grafico non include le società sospese

Sviluppo di Euronext Growth Milan



Distribuzione settoriale per Mkt cap



- TECHNOLOGY, 30%
- INDUSTRIALS, 27%
- CONSUMER DISCRETIONARY, 14%
- FINANCIALS, 7%
- CONSUMER STAPLES, 6%
- HEALTH CARE, 4%
- ENERGY, 4%
- TELECOMMUNICATIONS, 4%
- UTILITIES, 3%
- BASIC MATERIALS, 1%
- REAL ESTATE, 0,5%

| 22

¹ La differenza è erroneamente riportata a 110 per un errore nella differenza del 2020.

² I dati completi, incluso il 2022, sono disponibili [qui](#) per le ammissioni e [qui](#) per le revoche. Nel 2022 ci sono state 31 ammissioni (5 su EXM e 26 su EGM) e 24 revoche (16 su EXM e 8 su EGM), per una differenza positiva di 7 (-11 su EXM e 18 su EGM).

Sulla scia di tale successo, le iniziative presentate nel Libro Verde e discusse nella maggior parte dei contributi, volte a migliorare ulteriormente le condizioni di accesso delle PMI alla quotazione, sono utili e meritorie. Ma il loro effetto complessivo sullo sviluppo dei mercati finanziari italiani rimarrà limitato fino a quando risultati altrettanto importanti non verranno raggiunti da iniziative riguardanti il secondo tema presentato nel libro.

È bene incoraggiare le società a portare le proprie azioni in Borsa, ma poi bisogna assicurarsi che vi siano investitori interessati ad acquistarle.

Migliorare la partecipazione degli investitori

A tal fine, è necessario partire dalla constatazione che, una volta concluso il processo di quotazione e incassati i proventi dell'offerta pubblica iniziale (IPO), le PMI quotate stentano ad attrarre l'interesse e la partecipazione degli investitori italiani.

Come mostrato a p. 8 della presentazione di Borsa, a fine 2022 vi erano in Italia 414 società quotate, per una capitalizzazione complessiva di 662 miliardi di euro. Di queste, 334 erano PMI, definite come società con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo, di cui 144 quotate su EXM e (vedi tabella sopra) 190 su EGM. La capitalizzazione complessiva delle PMI era di circa 45 miliardi³, di cui (vedi tabella) 10.6 miliardi in società EGM. Dunque, mentre l'81% delle società quotate in Borsa Italiana sono PMI, il loro valore di mercato rappresenta il 6,8% del totale, di cui 1,6% in società EGM.

Sono queste le società che maggiormente necessitano del cambio di passo auspicato dal Libro Verde. Affinché ciò avvenga, è necessario incoraggiare la partecipazione degli investitori, sia individuali che istituzionali.

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, 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 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).

Tuttavia, al fine di valutare il suo impatto effettivo, la cifra va inquadrata in maggiore dettaglio. L'associazione tra PIR e PMI porta infatti ad assumere erroneamente che i PIR siano in larga parte investiti nelle PMI quotate. Ma la realtà è ben diversa. Secondo le stime dell'Osservatorio PIR, a fine 2022 l'ammontare investito dai PIR Ordinari in azioni italiane era di 8,3 miliardi. Di questi, tuttavia, 3,7 miliardi erano investiti nei titoli ad alta capitalizzazione inclusi nell'indice MIB; 3,7 miliardi nei titoli a capitalizzazione media inclusi nell'indice Mid Cap; e solo 0,8 miliardi erano investiti in PMI quotate, di cui 0.5 su EXM e 0.3 su EGM. Ancora inferiori erano le somme investite in obbligazioni societarie di PMI quotate – appena 44 milioni di società EXM e 9 milioni di società EGM – mentre 1.1 miliardi erano investiti in obbligazioni societarie non quotate.

³ Fonte: Factset

A conti fatti, dunque, 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 istituiti i PIR Alternativi, per i quali l'investimento minimo in PMI è stato innalzato dal 3,5% al 70%. Il valore dei PIR Alternativi è tuttavia ancora basso rispetto a quello dei PIR Ordinari. Inoltre, l'Osservatorio PIR stima che, su 1,5 miliardi di controvalore⁴, 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.

La scelta di investire prevalentemente in PMI non quotate viene comunemente giustificata dalla convinzione che i PIR Alternativi siano particolarmente appropriati al finanziamento della cosiddetta '[economia reale](#)', definita tale in contrapposizione alla 'economia finanziaria'. Si tratta tuttavia di una contrapposizione fittizia: il valore di un'azienda è lo stesso, indipendentemente dal fatto che i suoi titoli di proprietà siano o meno scambiati su un pubblico mercato. La differenza sostanziale è che le PMI quotate sono state in grado di portare a compimento il processo di quotazione che, come ben dice la presentazione di Borsa Italiana (p. 11), ne incrementa lo status, la visibilità e la capacità competitiva. Mentre quelle non quotate non l'hanno ancora fatto o non intendono farlo, e sembrano essere al riparo dagli andamenti economici soltanto perché il loro valore rimane inesperto e non sancito da un prezzo di mercato. Ma a parte ciò, le PMI quotate sono società altrettanto 'reali' che le PMI non quotate. In aggiunta, in quanto più credibili, trasparenti e soggette allo scrutinio del mercato, sono investimenti meno rischiosi e più liquidi. Il loro scarso peso all'interno dei PIR Alternativi è ancora una volta in contrasto con il principio ispiratore dei PIR e con l'obiettivo di accrescere la dimensione ed il valore della Borsa Italiana.

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.

La scarsità degli investimenti PIR in PMI quotate è in diretto contrasto con il primo tema del Libro Verde. I PIR sono ideali investitori di lungo periodo, ma attualmente svolgono un ruolo del tutto insufficiente. Basti pensare che, come mostra l'Osservatorio PIR, il capitale raccolto nel solo 2022 su EGM, tra IPO e aumenti di capitale, è stato di 0,9 miliardi, pari all'intero valore dell'investimento PIR nelle PMI quotate.

È da notare che alla partenza dei PIR nel 2017 vi fosse la preoccupazione opposta: che gli investimenti PIR in PMI potessero essere troppo ingombranti e causare problemi di liquidità sul

⁴ 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.

mercato. Ma dopo più di sei anni, e con un valore dei PIR simile a quello di fine 2018, è evidente che il problema non sussiste. L'Osservatorio PIR stima che il valore delle PMI quotate non in mano ad azionisti di controllo e quindi disponibili sul mercato sia di 9,5 miliardi (5,9 miliardi su società EXM e 3,6 su società EGM), pari al 21% della loro capitalizzazione. Ne segue che i PIR detengono il 9% del flottante delle PMI quotate – un ammontare decisamente modesto rispetto all'obiettivo di elevare i PIR al ruolo di primari investitori di lungo periodo. Tanto che [L'Osservatorio EGM](#) di IR Top Consulting stima che, a maggio 2022, gli investitori istituzionali esteri detenessero una quota maggiore della capitalizzazione di EGM rispetto a quella degli investitori istituzionali italiani (5,3% contro 3,7%).

Va riconosciuto in conclusione che, 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, e i PIR Alternativi a cambiare la loro focalizzazione dalle PMI non quotate a quelle quotate.

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)⁵, e 21 miliardi nelle casse di previdenza, pari al 19% del totale (vedi Tavola 4 del Rapporto). L'esposizione azionaria complessiva comprendeva 48 miliardi di titoli di capitale diretti e 24 miliardi di titoli di capitale indiretti, ossia sottostanti a OICR e strumenti derivati.

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 (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

⁵ Il totale attività nette dei Fondi Pensione riportato in Tavola 13 è di 176 miliardi, corrispondenti agli investimenti direttamente riferibili alle forme pensionistiche complementari.

imprese quotate italiane e il limitato sviluppo, a livello nazionale, dei mercati di capitale e di debito privati.

Il basso peso delle azioni italiane è dunque determinato dalla scelta di diversificare geograficamente gli investimenti azionari in base alle capitalizzazioni di mercato, unita alla ridotta dimensione del mercato azionario italiano rispetto alla [economia del Paese](#) e ai maggiori [mercati azionari](#) europei e mondiali. Considerando poi che la gestione a benchmark richiede che l'ammontare allocato alle azioni italiane sia prevalentemente investito nelle grandi società incluse nell'indice MIB o nel suo equivalente internazionale MSCI Italy, se ne conclude che fondi e casse sono virtualmente assenti dal capitale delle PMI quotate.

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.

Ciò è in contrasto con gli obiettivi del Libro Verde, che richiederebbero a fondi e casse di 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), e come già sperimentato per gli investimenti in Private Equity e Private Debt (vedi Relazione, p. 148), la forma più appropriata per un investimento in PMI quotate sarebbe quella di un fondo di fondi. Tale fondo investirebbe in un portafoglio selezionato di fondi PIR-compliant – sia in quelli esistenti sia in nuovi fondi che in tal modo sarebbero stimolati a nascere – allocando ad ognuno una porzione del totale, in modo da assicurare maggiore liquidità e diversificazione.

Un fondo di fondi PIR-Compliant da, ad esempio, 3 miliardi di euro, sarebbe pari ad un modesto 1% delle attività totali di fondi e casse, ma 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.

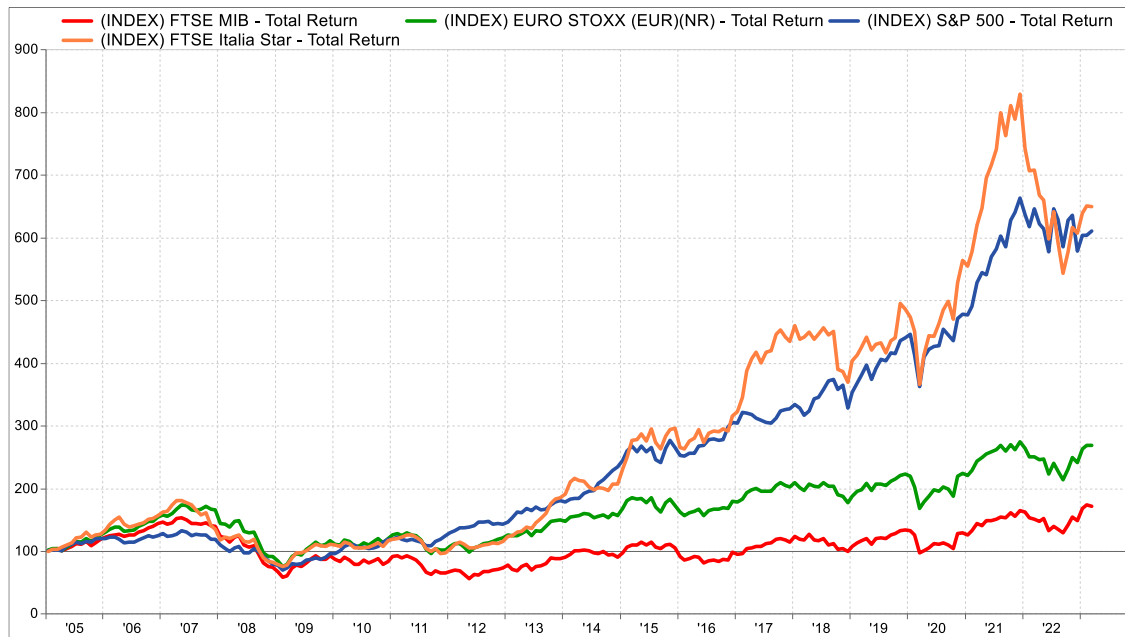
Non da ultimo, il fondo consentirebbe al sistema previdenziale di investire nelle aziende italiane a maggiore potenziale di crescita, a beneficio degli aderenti e del Paese.

A tal proposito, è necessario correggere l'affermazione secondo la quale il mercato azionario italiano, oltre ad avere dimensioni ridotte, offriva nel lungo periodo rendimenti inferiori a quelli di altri mercati, e in primis del mercato americano. Un'analisi più attenta, infatti, mostra che quella che a prima vista sembra una sottoperformance cronica dell'indice MIB può essere in realtà circoscritta a un periodo specifico – dal 2010 al 2013 – in cui l'Italia fu coinvolta nella crisi del debito europeo. Prima di allora,

l'indice MIB aveva performato in linea o meglio degli altri indici, e da allora in poi è stato in linea con l'indice Euro STOXX dei Paesi dell'Eurozona.

Appare inoltre evidente che Il [segmento STAR](#) di Borsa Italiana, a cui partecipano le azioni di società con capitalizzazione da 40 milioni di euro a 1 miliardo di euro, flottante minimo al 35% e obbligo del rispetto di elevati standard di trasparenza informativa, corporate governance e liquidità, ha registrato nel lungo periodo una performance nettamente superiore a quella degli indici MIB ed Euro STOXX, e in linea con quella dell'indice S&P 500 della Borsa americana.

Il risparmio degli italiani dovrebbe essere molto più esposto alla crescita delle eccellenze del Paese.



Il buon esempio della Francia

Al fine di comprendere appieno i benefici di un coinvolgimento diretto degli investitori istituzionali domestici allo sviluppo del mercato dei capitali del Paese, è opportuno guardare al successo della Francia, dove fondi pensione e compagnie di assicurazione, robustamente sollecitati dal governo centrale, svolgono da tempo un importante ruolo di volano dell'industria del risparmio gestito.

Il risultato è che [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.⁶

Su [Euronext Paris](#) ci sono oltre 800 società quotate – il doppio che su Euronext Milano – con una capitalizzazione complessiva di oltre 3.000 miliardi di euro – oltre 4 volte quella italiana e pari a più del 100% del Prodotto Interno Lordo. I [fondi specializzati sulle PMI domestiche](#) sono più di 80.

L'ampio divario tra Francia e Italia continuerà ad espandersi fino a quando il cambio di passo auspicato dal Libro Verde non verrà tradotto in ambiziose ed efficaci misure pratiche.

⁶ Dati a fine 2021