

Ecosistemi finanziari europei

Confronto tra Francia, Svezia, Regno Unito
e Italia

Stefano Caselli, Marta Zava
Università Bocconi



Giugno 2025



**Università
Bocconi**

BAFFI
Centre on Economics,
Finance and Regulation

In collaborazione con

 **EQUITA**

Sommario

Prefazione	5
1. Principali risultati	8
2. Sintesi	9
2.1 Perché abbiamo bisogno di questo studio?	9
2.2 Cosa possiamo prendere in prestito?	11
2.3 Perché questi elementi sono fondamentali per l’ecosistema finanziario italiano?	13
Gli ecosistemi finanziari	17
1. Francia	18
1.1 PEA e PEA-PME	19
1.2 Caisse des Dépôts et Consignation (CDC) e CDC Croissance	21
1.3 Assicurazioni	22
1.4 Le pensioni e il Plan d’Épargne Retraite (PER)	23
1.5 PPP per investimenti in PMI	25
1.6 Commento sulla fiscalità	25
1.7 Aspetti della quotazione	26
2. Svezia	28
2.1 ISK	29
2.2 Pensioni e assicurazioni	30
2.3 Tassazione	32
2.4 Aspetti di quotazione	33
3. Regno Unito	35
3.1 ISA	36
3.2 Fondo di capitale di rischio	36
3.3 Incentivi fiscali	37
3.4 Quadro di riferimento per la quotazione e l’approvazione del prospetto nel Regno Unito	39
3.5 Pensioni, megafondi e assicurazioni	40
3.6 Problemi di IPO	42

Gli indicatori	43
1. I mercati come bene pubblico	44
1.1 Occupazione e famiglie.....	44
1.2 Ricavi totali	45
1.3 Capitalizzazione di mercato.....	46
2. Analisi dell'IPO	48
2.1 Importi e peso	48
2.2 Distribuzione della capitalizzazione di mercato.....	50
2.3 Deposito e sottostima dei prezzi.....	53
3. Analisi degli investitori	57
4. Analisi dei broker	63
5. Analisi della liquidità	65
6. Assicurazioni e fondi pensione	68
6.1 Pensioni	68
6.2 Assicurazioni	70
7. PEA PIR ISK ISA	72
Riferimenti	75

Prefazione

di **Andrea Vismara**

Nell'ultimo anno abbiamo osservato un crescente e rinnovato interesse per il mercato dei capitali, non solo a livello europeo ma anche domestico. Non si vedeva una tale attenzione ormai da decenni. Il Rapporto Letta sul dibattito per il rafforzamento del mercato unico, il Rapporto Draghi sul futuro della competitività europea e il Rapporto Noyer per lo sviluppo del mercato dei capitali del futuro si sono aggiunti ad altre importanti iniziative volte a rivitalizzare l'ecosistema e l'infrastruttura finanziaria comunitaria, anticipando così il rinnovo della Capital Markets Union (CMU), l'introduzione della nuova Savings and Investments Union (SIU) – su cui ci aspettiamo proposte concrete a breve – e del Listing Act, che sarà pienamente operativo dal prossimo anno.

Oltre che in Europa, abbiamo fortunatamente visto una forte spinta anche in Italia. A partire dal 2020, anno in cui fu presentato dall'OCSE un rapporto sullo stato dei nostri mercati finanziari commissionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, hanno iniziato a materializzarsi diversi progetti. Nel 2022 il cosiddetto Libro Verde del MEF riassumeva le possibili iniziative a favore dei mercati. Nel 2023 veniva pubblicato il Manifesto per lo sviluppo del mercato dei capitali – iniziativa fortemente voluta da EQUITA e Università Bocconi insieme a Borsa Italiana e Assonime, cui hanno aderito più di 165 imprenditori, accademici, professionisti e rappresentanti di istituzioni – con l'intento di suggerire proposte concrete per una politica industriale a favore del settore finanziario. L'anno scorso è stata approvata la Legge Capitali e rinnovato il sostegno alla quotazione in borsa delle PMI. Oggi osserviamo il lancio del Fondo Nazionale Strategico, con il fondamentale apporto di Cassa Depositi e Prestiti, che contribuirà alla costituzione di investitori specializzati in PMI, e nei prossimi mesi vedremo la riforma del Testo Unico della Finanza, che ha l'obiettivo di semplificare l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali.

Le principali istituzioni coinvolte nei mercati del Paese stanno contribuendo attivamente a questo sforzo e ci fa piacere ricordare l'impegno con cui Consob si sta dimostrando parte attiva del cambiamento promuovendo alcune importanti aree di semplificazione. Ci piacerebbe vedere anche Banca d'Italia più attiva su questi temi, oggi ancora ai margini delle principali iniziative, testimone del progressivo declino di un settore soggetto alla sua supervisione e così strategico per il Paese.

Nonostante l'attivismo di molte istituzioni e l'avvio di iniziative incoraggianti, la strada è ancora lunga e il mercato italiano continua a essere fragile. Stanno peggiorando, infatti, i trend osservati negli ultimi anni. Se confrontato con l'economia nazionale, a fine 2024 il mercato dei capitali domestico rappresentava in termini di capitalizzazione soltanto il 37% del PIL. Un dato che si confronta con il 51% del 2006 e che pone l'Italia come fanalino di coda tra i paesi analizzati nella ricerca di quest'anno del Centro BAFFI – Università Bocconi dal titolo "Ecosistemi finanziari europei. Confronto tra Francia, Svezia, Regno Unito e Italia". Per capire la magnitudo del problema, basti pensare che il dato del nostro Paese si confronta con il 125% circa del Regno Unito, il 104% circa della Francia e il 178% circa della Svezia. Inoltre, nel solo 2024, il listino azionario italiano ha perso oltre 28 miliardi di euro di capitalizzazione per effetto delle uscite dal mercato di aziende già quotate, a fronte di poco più di un miliardo di euro che rappresenta le nuove quotazioni.

La fragilità dei nostri mercati proviene però da lontano e riflette ragioni storiche su cui EQUITA e Università Bocconi indagano ormai da anni promuovendo un dibattito costruttivo e soluzioni concrete.

Innanzitutto, la tradizione bancocentrica del sistema finanziario italiano, che ha portato le nostre imprese a fare affidamento quasi esclusivo sul credito bancario, limitando così l'accesso a fonti alternative e più adatte allo sviluppo di un'economia dell'innovazione.

Un basso livello di educazione finanziaria e un pregiudizio culturale, poi, hanno portato a investimenti subottimali da parte dei nostri risparmiatori: più della metà delle loro disponibilità sono oggi investite in beni immobiliari, con una componente significativa lasciata infruttuosamente sui conti correnti e con un peso limitato di titoli azionari e obbligazionari diversi dai titoli di stato. Negli ultimi dieci anni tale allocazione subottimale delle risorse ha causato una diminuzione in termini reali dello stock di risparmio, come evidenziato nelle analisi periodiche di Banca d'Italia. I cittadini italiani continuano a emergere nel contesto internazionale come ottimi risparmiatori ma non sono stati, purtroppo, educati a diventare buoni investitori.

E ancora, il sistema pensionistico a ripartizione ha a sua volta limitato lo sviluppo di investitori importanti quali i fondi pensione. Sappiamo che l'evoluzione demografica comporterà senza dubbio un peggioramento delle prestazioni pensionistiche e sarebbe dunque necessario per le nuove generazioni incrementare la quota affidata a strumenti quali i fondi pensione, che nei paesi più sviluppati sono sempre stati al centro delle politiche pubbliche.

A questo si aggiunge la presenza limitata di investitori domestici. Ad oggi i grandi gruppi finanziari italiani investono troppo poco nelle nostre imprese: tutte le nostre banche, fondazioni, assicurazioni, i fondi pensione e gli enti previdenziali messi insieme rappresentano meno del 10% degli investitori nelle nostre società quotate, meno della metà rispetto al peso degli investitori domestici nei paesi finanziariamente evoluti.

E infine, l'assenza di una fiscalità pro-mercato dei capitali perché oggi ancora troppo incentrata sul favorire gli investimenti dei risparmi delle famiglie in titoli di stato e in beni immobiliari. In passato ci sono state iniziative sporadiche come i Piani Individuali di Risparmio (PIR) che avevano prodotto importanti benefici temporanei per il sistema. Il vero problema è che ad oggi non esiste un disegno strutturale di fiscalità in grado di promuovere lo sviluppo del mercato nel lungo termine.

L'insieme di queste criticità riflette la storica sottovalutazione nel nostro Paese della natura di bene pubblico dei mercati dei capitali e del loro importante ruolo sociale. Una politica ben strutturata su questi temi sarebbe la miglior garanzia per promuovere un futuro di successo per le nostre imprese, i nostri risparmiatori, i pensionati e, soprattutto, per le nuove generazioni. Futuro è la parola chiave: com'è possibile che in tutto questo tempo i nostri governi e le nostre istituzioni non abbiano colto il legame fondamentale tra lo sviluppo dei mercati dei capitali e il futuro delle nuove generazioni?

La ricerca realizzata quest'anno e presentata nelle prossime pagine mostra in maniera inequivocabile che anche a parità di normativa europea le strade per raggiungere uno sviluppo positivo del nostro mercato esistono. Gli esempi virtuosi, infatti, hanno tutti dei punti in comune. *In primis*, i mercati dei capitali sono considerati un bene pubblico, i sistemi pensionistici mostrano attenzione verso la previdenza complementare, la cultura finanziaria risulta evoluta ed esiste un supporto fiscale che sostiene strutturalmente e stabilmente il settore. Dobbiamo dunque puntare ad emulare esempi positivi come i paesi nordici, la Francia ed il Regno Unito, che hanno mercati ben sviluppati e che sono contraddistinti dalle stesse caratteristiche.

Il nostro Paese è indietro, deve accelerare. Non basta migliorare il contesto normativo, bisogna "agire" con un approccio proattivo e una politica industriale, che coinvolga tutti gli attori in uno sforzo di

sistema. È dunque con soddisfazione che leggiamo della recente iniziativa del Governo di formare una cabina di regia per lo sviluppo dei mercati dei capitali, a cui EQUITA sarebbe entusiasta di dare il proprio contributo perché, se ben gestita, può portare ad importanti risvolti positivi per il nostro Paese.

Concludo con un ringraziamento particolare a Borsa Italiana - Euronext e a Linklaters che hanno contribuito in maniera significativa alla realizzazione della presente ricerca.

1. Principali risultati

Mentre l'Italia cerca di passare a un sistema finanziario più dinamico e orientato al mercato, le esperienze di Francia, Svezia e Regno Unito offrono modelli concreti e diversi. Ogni Paese ha sviluppato meccanismi per approfondire i mercati dei capitali, promuovere gli investimenti a lungo termine e aumentare la partecipazione degli attori istituzionali e retail. Confrontando questi ecosistemi finanziari, identifichiamo le leve strategiche che potrebbero essere adattate al contesto italiano in modi ambiziosi ma fattibili.

- **La Francia ha costruito una solida base di investitori istituzionali**, con 4.600 miliardi di euro di asset in gestione e un forte coordinamento statale. Ciò garantisce la stabilità del capitale a lungo termine e la resilienza del mercato. *L'Italia può rafforzare il proprio ecosistema di investimenti istituzionali incentivando le compagnie di assicurazione e i fondi pensione a diversificare oltre i titoli di Stato e ad assumere un ruolo più attivo nei mercati azionari.*
- **La Caisse des Dépôts in Francia svolge un ruolo anticiclico fondamentale**, indirizzando i capitali alle PMI e sostenendo la fiducia del mercato. *L'istituzione di un analogo veicolo di investimento pubblico in Italia potrebbe migliorare la profondità del mercato, sostenere la crescita delle PMI e fornire un'ancora a lungo termine in periodi di stress finanziario.*
- **L'ISK (Investment Savings Account) svedese** ha democratizzato con successo l'investimento azionario, con una partecipazione di quasi il 48% della popolazione e un patrimonio di 167 miliardi di euro. *L'Italia potrebbe progettare un conto di risparmio semplice, a tassazione fissa, adattato alle azioni, per attivare i 5.200 miliardi di euro attualmente parcheggiati nei depositi bancari e costruire una cultura dell'investimento delle famiglie.*
- **Le riforme pensionistiche del Regno Unito e della Svezia hanno creato "megafondi" di grandi dimensioni, orientati alle azioni**, che hanno spinto gli investimenti infrastrutturali e fornito stabilità al mercato. *Il sistema pensionistico italiano, ancora molto frammentato, potrebbe beneficiare di una maggiore scala e di mandati di investimento strategici attraverso il consolidamento e incentivi fiscali mirati.*
- **I Venture Capital Trusts (VCT) del Regno Unito e i Sector Investment Funds (SIF) della Francia** offrono interessanti incentivi fiscali e fanno leva sulla cooperazione pubblico-privata per finanziare le imprese early-stage e le PMI. *L'Italia potrebbe replicare questi meccanismi per diversificare le fonti di finanziamento delle PMI al di là del credito bancario e stimolare la partecipazione del private equity nelle varie regioni.*
- **Francia e Svezia offrono prodotti azionari fiscalmente agevolati (PEA, PEA-PME, ISK)** che nel tempo hanno spostato le preferenze delle famiglie dalle obbligazioni alle azioni. *Introducendo uno schema simile, specifico per l'Italia, con chiari incentivi a lungo termine, l'Italia potrebbe indirizzare il capitale retail verso le imprese quotate e le iniziative imprenditoriali.*
- **I mercati svedesi delle IPO prosperano grazie al forte sostegno istituzionale e alla partecipazione retail**, con 101 nuove quotazioni solo nel 2021. *L'Italia, dove la liquidità post-IPO rappresenta un problema, potrebbe adottare misure per migliorare il supporto al mercato secondario e incentivare le quotazioni delle PMI attraverso sgravi fiscali e procedure semplificate.*
- **I quadri normativi di Francia e Regno Unito combinano l'efficienza con la protezione degli investitori**, offrendo tempi di quotazione prevedibili e un impegno pre-filing. *Le recenti riforme italiane sono un passo nella giusta direzione, ma un ulteriore allineamento alle best practice normative potrebbe aumentare la fiducia del mercato e accelerare la formazione di capitale.*

- **Francia e Svezia utilizzano i loro sistemi fiscali in modo strategico**, allineando il trattamento delle plusvalenze, il risparmio a lungo termine e il sostegno alle PMI. *La politica fiscale italiana può evolvere verso una maggiore coerenza, utilizzando strumenti favorevoli agli investitori per aumentare la cultura dell'equity, generando al contempo benefici fiscali.*

L'Italia si trova in un momento cruciale: possiede i risparmi, la base imprenditoriale e la capacità istituzionale di fare le riforme. Tuttavia, è necessario un cambiamento politico mirato e coerente per riequilibrare il sistema finanziario da bancocentrico a *market-driven*. Francia, Svezia e Regno Unito dimostrano che tale transizione non solo è possibile, ma è anche trasformativa. Con riforme ad hoc, l'Italia può costruire un ecosistema finanziario più inclusivo, liquido e resiliente.

2. Sintesi

2.1 Perché abbiamo bisogno di questo studio?

Lo studio degli ecosistemi finanziari è essenziale per comprendere i meccanismi che guidano la crescita economica, la stabilità finanziaria e l'efficienza del mercato. L'importanza di questa analisi è duplice. In primo luogo, all'interno dell'Unione Europea, l'Unione del Risparmio e degli Investimenti (SIU) sta subendo un continuo processo di sviluppo finalizzato all'integrazione dei mercati finanziari e alla promozione degli investimenti transfrontalieri. L'Unione del Risparmio e degli Investimenti si basa principalmente su un approccio normativo top-down, con l'istituzione di un quadro legislativo e normativo armonizzato. Tuttavia, il suo successo finale dipenderà non solo dalla convergenza normativa, ma anche da forze bottom-up che promuovano l'adozione di best practice nei diversi sistemi finanziari. La comprensione di queste pratiche richiede una valutazione dettagliata delle caratteristiche che contribuiscono al buon funzionamento di un ecosistema finanziario.

In secondo luogo, da una prospettiva nazionale, la politica industriale deve essere informata da una comprensione completa del funzionamento efficace dei mercati finanziari. L'identificazione dei modelli che contribuiscono alla solidità di un sistema finanziario consente ai policy maker di attuare strategie a sostegno della crescita sostenibile e del quadro economico più ampio. Un ecosistema finanziario ben strutturato va a vantaggio di tutte le parti interessate, migliorando il benessere economico complessivo di un Paese. Le esternalità positive di un tale ecosistema sono di vasta portata: un mercato finanziario più forte favorisce l'espansione delle imprese, portando a un aumento del gettito fiscale per lo Stato, a maggiori profitti aziendali e a migliori prospettive occupazionali. Gli intermediari finanziari beneficiano di una maggiore attività di mercato, mentre i risparmiatori e gli investitori godono di rendimenti più elevati. In definitiva, l'intero sistema economico e sociale trae vantaggio da un ecosistema finanziario che incanala efficacemente il capitale verso usi produttivi.

Un ecosistema finanziario è composto da quattro elementi essenziali: legislazione e regolamentazione, tassazione, investitori e intermediari finanziari. Queste componenti plasmano collettivamente la struttura e la funzionalità dei mercati finanziari. La legislazione, che comprende sia il diritto finanziario che quello civile, fornisce il quadro giuridico su cui si basano le transazioni finanziarie e i rapporti contrattuali. La regolamentazione, che comprende le autorità di vigilanza e le istituzioni preposte alla definizione delle regole, garantisce l'integrità del mercato, la stabilità e la protezione degli investitori. Le politiche fiscali influenzano il comportamento di emittenti, investitori e intermediari, incidendo sui flussi di capitale e sulle decisioni di investimento. Gli investitori, sia istituzionali che retail, costituiscono il lato della domanda dei mercati finanziari, indirizzando i capitali verso varie asset class. Gli intermediari finanziari, come le banche, i gestori patrimoniali e le borse, facilitano l'allocazione del capitale, aumentano la liquidità e contribuiscono alla determinazione dei prezzi. L'interazione tra queste

quattro componenti determina non solo l'efficienza operativa dei mercati finanziari, ma anche le più ampie dinamiche culturali ed economiche del sistema finanziario di un Paese.

Questo studio esamina quattro esempi di ecosistemi finanziari che illustrano approcci diversi all'integrazione di queste quattro componenti: il sistema dirigista francese, il sistema socialdemocratico svedese, il sistema liberale britannico e il sistema bancario-centrico italiano. Ognuno di questi ecosistemi riflette un'evoluzione istituzionale e storica unica, che ha portato a strutture finanziarie e dinamiche di mercato diverse.

Il sistema francese è caratterizzato da una forte presenza dello Stato nei mercati finanziari, con una significativa influenza governativa sull'allocazione del capitale e sulla corporate governance ([Indicatori 3.](#)). Il sistema si affida storicamente alle banche statali e ai grandi investitori istituzionali per indirizzare le risorse verso i settori strategici, rafforzando un modello di capitalismo coordinato. La supervisione normativa è rigorosa, con l'obiettivo di garantire la stabilità finanziaria e di sostenere le priorità economiche nazionali. Le politiche fiscali sono spesso concepite per incentivare gli investimenti a lungo termine e lo sviluppo industriale. Per questo motivo, questa configurazione viene tipicamente definita sistema dirigista francese. ([Ecosistemi finanziari 1.](#))

Il sistema svedese, invece, è radicato in una struttura finanziaria altamente inclusiva che bilancia l'efficienza del mercato con gli obiettivi sociali. Gli investitori istituzionali, in particolare i fondi pensione, svolgono un ruolo cruciale nei mercati dei capitali, incanalando i risparmi verso investimenti produttivi e mantenendo una prospettiva di lungo termine ([Ecosistemi finanziari 2.2](#)). I quadri normativi enfatizzano la trasparenza, l'impegno degli azionisti e la responsabilità sociale delle imprese. Il sistema fiscale è progettato per incoraggiare un'ampia partecipazione ai mercati finanziari, garantendo al contempo la redistribuzione e la resilienza economica. Di conseguenza, gli studiosi hanno classificato questo modello come un modello socialdemocratico, caratteristico del sistema finanziario svedese. ([Ecosistemi finanziari 2.](#))

Il sistema britannico rappresenta un ecosistema finanziario orientato al mercato, caratterizzato da mercati dei capitali profondi e liquidi, da un intervento statale minimo e da una forte enfasi sulla concorrenza. Il settore finanziario è molto sviluppato, con una solida infrastruttura per il finanziamento del capitale e del debito. Gli investitori istituzionali, compresi gli hedge fund e le società di private equity, sono attori di primo piano e guidano le dinamiche di mercato attraverso strategie di investimento attive ([Indicatori 3.](#)). La vigilanza regolamentare, pur essendo rigorosa in settori quali la stabilità finanziaria e le misure antifrode, è concepita per facilitare l'efficienza e l'innovazione del mercato. La struttura fiscale è relativamente favorevole alla formazione del capitale, incoraggiando gli investimenti e l'imprenditorialità ([Ecosistemi finanziari 3.3](#)). Questo assetto istituzionale esemplifica quello che viene comunemente identificato come il modello finanziario liberale britannico. ([Ecosistemi finanziari 3.](#))

Il sistema italiano si differenzia in modo significativo dagli altri modelli, in quanto rimane fortemente dipendente dagli istituti bancari per il finanziamento delle imprese. I mercati dei capitali sono meno sviluppati, con un grado inferiore di partecipazione al mercato azionario e una forte preferenza per i prestiti basati sulle relazioni ([Indicatori 1.3](#)). I quadri normativi riflettono questo orientamento bancocentrico, con le autorità di vigilanza che si concentrano sulla stabilità del settore bancario. Le politiche fiscali, sebbene in evoluzione, sono state storicamente meno favorevoli al finanziamento azionario, rafforzando la dipendenza dai prestiti bancari ([Indicatori 7.](#)). Gli investitori istituzionali svolgono un ruolo limitato, con il risultato di un ecosistema finanziario meno dinamico in termini di attività del mercato dei capitali ([Indicatori 3.](#)). Per questi motivi, la struttura finanziaria italiana è meglio descritta come un sistema bancocentrico.

Lo studio approfondisce le caratteristiche specifiche dei quattro componenti di ciascun ecosistema, identificando le lacune e le best practice. Facendo un confronto tra questi modelli, la ricerca mira a fornire spunti preziosi per i policy maker che cercano di migliorare i loro ecosistemi finanziari nazionali. **La nostra domanda è semplice: cosa possiamo prendere in prestito in tutta Europa per creare un ecosistema finanziario italiano più forte?**

2.2 Cosa possiamo prendere in prestito?

La Francia offre un esempio convincente di come gli investitori istituzionali possano sostenere i mercati finanziari, garantendo liquidità e stabilità. Con 4,6 trilioni di euro di asset in gestione, il suo settore è il più grande d'Europa, alimentato dalla partecipazione attiva di compagnie assicurative e fondi pensione ([Ecosistemi finanziari 1.3](#)). Lo Stato svolge un ruolo fondamentale, offrendo un sostegno istituzionale e un solido quadro normativo che favorisce le strategie di investimento a lungo termine. Con il 74% degli investimenti all'interno dell'UE, il modello francese non solo rafforza i mercati finanziari nazionali, ma migliora anche l'integrazione europea. La conclusione è evidente: lo sviluppo di un settore strutturato e istituzionalizzato del risparmio gestito fornirebbe all'Italia la profondità e la resilienza che attualmente mancano ai suoi mercati dei capitali.

Incoraggiare gli investimenti delle famiglie in azioni è altrettanto fondamentale. Il PEA e il PEA-PME (Piano di Risparmio Azionario e Piano di Risparmio Azionario per le Piccole e Medie Imprese) della Francia, l'ISK (Conto di Risparmio per gli Investimenti) della Svezia e l'ISA (Conto di Risparmio Individuale) del Regno Unito dimostrano che incentivi fiscali ben concepiti possono favorire la partecipazione al mercato a lungo termine ([Indicatori 7](#)). Il quadro del PEA, che offre guadagni in conto capitale esenti da imposte dopo cinque anni, ha contribuito a spostare la cultura del risparmio francese, tradizionalmente incentrata sulle obbligazioni, verso le azioni, accumulando 115 miliardi di euro di patrimonio delle famiglie ([Ecosistemi finanziari 1.1](#)). Analogamente, l'ISK svedese ha trasformato gli investimenti retail, semplificando la tassazione con l'applicazione di un'imposta fissa sul valore totale del conto piuttosto che sui guadagni realizzati, eliminando le esitazioni degli investitori ([Ecosistemi finanziari 2.1](#)). L'ISA del Regno Unito, con un patrimonio di 750 miliardi di sterline e una partecipazione del 42%¹ della popolazione, dimostra come veicoli di risparmio efficienti dal punto di vista fiscale e flessibili a livello globale incoraggino la formazione di capitale a lungo termine ([Ecosistemi finanziari 3.1](#)). L'Italia, dove la ricchezza delle famiglie rimane concentrata nei depositi bancari e negli immobili, trarrebbe immensi benefici da un regime fiscale agevolato che allinei gli incentivi fiscali alla partecipazione al mercato a lungo termine, ampliando la base degli investitori e sostenendo i mercati dei capitali.

Oltre agli investimenti privati, le istituzioni finanziarie statali svolgono un ruolo decisivo nella stabilizzazione dei mercati e nella canalizzazione efficiente dei capitali. La Caisse des Dépôts et Consignations francese (Cassa depositi o CDC), che gestisce 1.100 miliardi di euro, è stata determinante nel sostenere investimenti strategici e interventi anticiclici sul mercato. La sua filiale, CDC Croissance, è specializzata nel finanziamento di PMI e mid-cap, intervenendo laddove il capitale privato esita. Questo modello garantisce che le fluttuazioni del mercato non influenzino negativamente i flussi di investimento a lungo termine ([Ecosistemi finanziari 1.2](#)). L'Italia, che non dispone di un'istituzione statale analoga, potrebbe trarre vantaggio dalla creazione di un veicolo di investimento con il mandato di

¹ fine 2021-2022 Governo del Regno Unito. *Commento alle statistiche annuali sul risparmio: Settembre 2024*. Settembre 2024. <https://www.gov.uk/government/statistics/annual-savings-statistics-2024/commentary-for-annual-savings-statistics-september-2024>

sostenere la stabilità del mercato e la crescita delle PMI, riducendo il rischio degli investimenti iniziali e rafforzando la resilienza finanziaria.

L'attenzione per il finanziamento delle PMI è ulteriormente rafforzata dal Sector Investment Fund (SIF) francese e dai Venture Capital Trusts (VCT) britannici. Il SIF, gestito da Bpifrance, fornisce finanziamenti mirati alle PMI ad alto potenziale in settori industriali chiave, facendo leva su meccanismi di condivisione del rischio sostenuti dallo Stato per attrarre investitori privati. I VCT del Regno Unito, che offrono sgravi fiscali fino al 30% sugli investimenti, hanno raccolto un miliardo di sterline all'anno per le imprese early-stage ([Ecosistemi finanziari 3.2](#)). Entrambi gli approcci sono stati efficaci nel ridurre la dipendenza delle PMI dai prestiti bancari, offrendo finanziamenti alternativi per la crescita. In Italia, dove le PMI faticano ad accedere a finanziamenti non bancari, si dovrebbe pensare alla creazione di un programma di finanziamento azionario incentivato fiscalmente, combinando garanzie statali e investimenti privati per colmare il divario di finanziamento.

Anche gli investitori istituzionali, in particolare le compagnie di assicurazione e i fondi pensione, svolgono un ruolo fondamentale nel determinare la stabilità del mercato e gli orizzonti di investimento a lungo termine. Il settore assicurativo francese, che gestisce 2,5 trilioni di euro, si è evoluto in un importante attore dei mercati dei capitali, beneficiando di incentivi normativi che favoriscono investimenti a lungo termine e a basso rischio. L'introduzione degli aggiustamenti di Solvency II ha ulteriormente incoraggiato gli assicuratori ad aumentare la loro esposizione al private equity e al finanziamento delle PMI, liberando nuovi canali di finanziamento per le imprese. Il settore assicurativo italiano, ancora fortemente concentrato sui titoli di Stato, potrebbe essere riorientato verso una strategia di investimento più diversificata, allineando gli incentivi normativi agli obiettivi di crescita economica ([Indicatori 6.2](#)).

I fondi pensione rappresentano un'altra fonte critica di capitale a lungo termine, come dimostrano la Svezia e il Regno Unito. Il sistema pensionistico svedese, che combina fondi AP sostenuti dallo Stato e schemi occupazionali privati, garantisce un'ampia partecipazione al mercato dei capitali, mantenendo al contempo una stabilità anticiclica. Il Regno Unito sta consolidando 86 regimi pensionistici degli enti locali in otto "megafondi" da oltre 50 miliardi di sterline ciascuno, una strategia progettata per sbloccare 80 miliardi di sterline da investire in infrastrutture e imprese. Il sistema pensionistico italiano, ancora molto frammentato ed eccessivamente dipendente dai titoli di Stato a basso rendimento, trarrebbe beneficio da un modello di fondo pensione più centralizzato e orientato alle azioni, mettendo in comune le risorse per migliorare l'efficienza degli investimenti e i rendimenti a lungo termine ([Indicatori 6.1](#)).

Infine, nessun ecosistema finanziario può prosperare senza un vivace mercato azionario pubblico vivace. Il recente calo delle IPO nel Regno Unito, dovuto al fatto che le imprese hanno preferito New York o Amsterdam a Londra, evidenzia l'importanza della liquidità, della fiducia degli investitori e dell'efficienza normativa ([Indicatori 2.1](#)). L'Italia si trova ad affrontare sfide simili, con un mercato delle IPO piccolo e poco liquido. Tuttavia, riteniamo che il numero limitato di IPO in Italia non sia dovuto principalmente ai costi di quotazione o agli oneri normativi, ma piuttosto alla scarsa performance post-quotazione delle imprese appena quotate ([Indicatori 2.3](#)). Ciò è particolarmente vero nel segmento prevalentemente dedicato alle PMI, dove l'insufficiente liquidità del mercato secondario scoraggia le future quotazioni. Imparando dal boom delle IPO in Svezia, dove la forte partecipazione degli investitori retail e gli incentivi fiscali mirati hanno sostenuto la crescita del mercato, l'Italia dovrebbe adottare misure fiscali per stimolare le offerte pubbliche, tra cui agevolazioni fiscali per le nuove società quotate e procedure di quotazione semplificate per le piccole e medie imprese. ([Indicatori 2](#)).

La trasformazione dell'ecosistema finanziario italiano richiede un passaggio decisivo da un modello incentrato sulle banche a un sistema più orientato al mercato, in cui gli investitori istituzionali, quelli retail e le PMI abbiano tutti un più ampio accesso ai capitali. Il successo degli ecosistemi finanziari in

Francia, Svezia e Regno Unito offre lezioni preziose su come realizzare questa transizione. Dai quadri di investimento istituzionali alla partecipazione del retail incentivata fiscalmente, dagli enti di investimento pubblico ai meccanismi di finanziamento incentrati sulle PMI, questi modelli offrono soluzioni collaudate che potrebbero rimodellare i mercati dei capitali italiani.

L'Italia si trova inoltre ad affrontare una sfida cruciale nel mobilitare il vasto bacino di liquidità delle famiglie attualmente inattivo sui conti correnti bancari. Secondo le stime, 5,2² trilioni di euro di risparmi risultano "dormienti" e generano rendimenti minimi per i risparmiatori, rappresentando così un'opportunità persa per le finanze pubbliche e lo sviluppo del mercato. Questo capitale dormiente potrebbe essere parzialmente riattivato attraverso la creazione di strumenti finanziari fiscalmente agevolati specificamente concepiti per convogliare i risparmi in azioni quotate in borsa e in altri investimenti produttivi. Da un punto di vista politico, questo spostamento aumenterebbe la liquidità del mercato, stimolerebbe la finanza imprenditoriale e potenzialmente aumenterebbe le entrate fiscali, offrendo uno scenario vantaggioso per i risparmiatori e lo Stato.

In tutti gli ecosistemi, le infrastrutture legali e fiscali sono alla base della capacità dei mercati dei capitali di funzionare come motori di investimento. La Francia e il Regno Unito illustrano come le procedure semplificate, i veicoli fiscalmente protetti e i programmi di risparmio supportati dalle istituzioni possano sostenere congiuntamente mercati azionari vivaci. L'Italia, nonostante le recenti riforme, mantiene delle frizioni pregresse - lunghe revisioni delle quotazioni, limiti alla deducibilità delle pensioni e soglie di investimento restrittive - che limitano la sua capacità di sfruttare appieno il risparmio nazionale. Un approccio giuridico-fiscale più coerente, che allinei gli incentivi agli investitori con l'accesso al mercato dei capitali e la semplicità dei prodotti, è essenziale per passare da un sistema finanziario incentrato sulle banche a uno orientato al mercato.

2.3 Perché questi elementi sono fondamentali per l'ecosistema finanziario italiano?

La Francia offre un modello convincente per il rafforzamento degli investimenti istituzionali, un'area in cui l'Italia rimane significativamente sottosviluppata ([Indicatori 3.](#)). Con 4,6 trilioni di euro di asset in gestione, il settore degli investimenti istituzionali francese beneficia di un ecosistema ben coordinato che prevede il sostegno dello Stato e una solida supervisione normativa. Questi fattori garantiscono flussi di capitale a lungo termine verso i mercati azionari e i settori strategici. In Italia, invece, manca una struttura centralizzata in grado di mobilitare efficacemente i capitali istituzionali. I fondi pensione e le compagnie di assicurazione, attori chiave nella formazione di capitale a lungo termine, tendono a rimanere eccessivamente conservativi, con un'allocazione degli asset fortemente sbilanciata verso le obbligazioni e il debito sovrano ([Indicatori 6.](#)). Questo orientamento conservativo non solo limita il loro impatto sullo sviluppo del mercato dei capitali, ma limita anche i rendimenti potenziali e la stabilità anticiclica.

Inoltre, l'Italia soffre di un duplice svantaggio che indebolisce ulteriormente il suo panorama di investimenti istituzionali: gli investitori istituzionali nazionali spesso allocano i loro portafogli azionari all'estero, mentre gli investitori istituzionali esteri in gran parte ignorano l'Italia come mercato di riferimento ([Indicatori 3.](#)). Ne consegue un mercato azionario strutturalmente sottile e fragile, privo della profondità e della resilienza che una solida base istituzionale nazionale potrebbe fornire. Per risolvere questo problema, dovrebbero essere introdotti meccanismi normativi e fiscali, come incentivi fiscali per gli investimenti istituzionali nazionali in azioni quotate o schemi di coinvestimento pubblico-privato, per rilanciare i capitali a livello nazionale e creare un ecosistema finanziario più solido e liquido.

² Fabi (Federazione autonoma bancari italiani)

I fondi pensione, in particolare, rappresentano una leva sottoutilizzata per lo sviluppo del mercato. Il sistema pensionistico italiano è ancora largamente incentrato sulle obbligazioni, limitando il suo contributo ai mercati dei capitali nazionali ([Indicatori 6.1](#)). Uno spostamento verso le azioni e gli asset alternativi, facilitato da agevolazioni fiscali mirate, potrebbe avere un doppio effetto positivo: (i) migliorare la liquidità e la performance dei mercati azionari italiani e (ii) generare un gettito fiscale aggiuntivo grazie all'aumento dell'attività del mercato dei capitali. L'effetto netto sarebbe vantaggioso sia per il mercato che per il settore pubblico. I fondi AP della Svezia e le iniziative di consolidamento dei fondi pensione del Regno Unito dimostrano come sistemi pensionistici ben governati ed esposti alle azioni possano fornire rendimenti sostenibili stabilizzando i cicli finanziari ([Ecosistemi finanziari 2.2](#); [Ecosistemi finanziari 3.5](#)). L'Italia dovrebbe perseguire una strategia simile, compreso il consolidamento dei fondi pensione frammentati in entità più grandi, gestite professionalmente e in grado di allocare il capitale in modo efficiente tra asset class e settori economici.

Oltre agli attori istituzionali, la partecipazione delle famiglie ai mercati azionari rimane una debolezza critica del sistema finanziario italiano. Sebbene il Paese presenti uno dei tassi di risparmio più alti d'Europa, gran parte di questa ricchezza è detenuta in strumenti a basso rendimento come depositi bancari o titoli di Stato. Secondo stime recenti, un vasto bacino di risparmi "dormienti", pari a centinaia di miliardi di euro, giace inattivo nei conti correnti. Ciò rappresenta non solo un'opportunità mancata di stimolare i mercati dei capitali nazionali, ma anche una perdita di potenziali entrate fiscali per lo Stato. Al contrario, Paesi come la Svezia, la Francia e il Regno Unito hanno dimostrato che l'introduzione di schemi di investimento per il retail incentivati fiscalmente, come l'ISK, il PEA/PEA-PME e l'ISA, può aumentare drasticamente la partecipazione dei privati ai mercati azionari pubblici ([Indicatori 7](#)).

Questi strumenti offrono esenzioni fiscali sulle plusvalenze dopo un certo periodo di detenzione, allineando così gli interessi dei risparmiatori a lungo termine con le esigenze di crescita dell'economia.

L'Italia ha urgente bisogno di sviluppare un quadro simile che combini attrattività fiscale, semplicità amministrativa e incentivi a lungo termine per gli investitori retail. Tali riforme riorienterebbero i risparmi delle famiglie da usi passivi a usi produttivi, amplierebbero la base di investitori nazionali e aumenterebbero la disponibilità di capitali per le PMI e le imprese orientate alla crescita. Il caso svedese, in cui il 47% della popolazione partecipa a schemi di tipo ISK, offre un potente punto di riferimento per ciò che l'infrastruttura finanziaria favorevole ai privati può raggiungere ([Ecosistemi finanziari 2.1](#)).

Tuttavia, un mercato dei capitali sostenibile e liquido non richiede solo l'impegno dei privati. Le istituzioni finanziarie pubbliche svolgono un ruolo fondamentale nel garantire la stabilità e la capacità di investimento anticiclica. La Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) francese, con 1.100 miliardi di euro in gestione, è un esempio di come un'istituzione sostenuta dallo Stato ma orientata al mercato possa svolgere questo ruolo sostenendo le IPO, de-rischiando gli investimenti iniziali e incanalando i capitali verso settori strategici. In Italia manca un'istituzione analoga focalizzata sui mercati finanziari, in particolare capace di assorbire gli shock macro finanziari e di agire come investitore di riferimento nelle offerte pubbliche ([Ecosistemi finanziari 1.2](#)). La creazione di un veicolo di investimento pubblico dedicato, sul modello della CDC Croissance, potrebbe catalizzare gli investimenti a lungo termine, attrarre capitali esteri e ridurre la fragilità sistemica.

Al centro della sfida finanziaria dell'Italia c'è il settore delle PMI, che continua a dipendere fortemente dai prestiti bancari. Questa dipendenza ha limitato l'innovazione, la crescita e la resilienza delle imprese italiane, soprattutto nei periodi di stress finanziario. Al contrario, Francia e Regno Unito hanno utilizzato con successo strumenti ibridi pubblico-privati come il Fondo di Investimento Settoriale (SIF) e i Venture Capital Trusts (VCT) per convogliare capitali a lungo termine verso le PMI ad alto potenziale ([Ecosistemi finanziari 1.5](#); [Ecosistemi finanziari 3.2](#)). Queste strutture utilizzano meccanismi di condivisione del rischio e incentivi fiscali per raccogliere investimenti privati, diversificare le fonti di finanziamento e

ridurre la dipendenza dal credito bancario tradizionale. L'Italia dovrebbe prendere in considerazione l'implementazione di un'architettura simile per gli investimenti nelle PMI, che offra benefici fiscali agli investitori e procedure semplificate per la distribuzione dei fondi. L'espansione delle opzioni di finanziamento azionario per le PMI stimolerebbe l'attività imprenditoriale, promuoverebbe la modernizzazione industriale e migliorerebbe la produttività del panorama imprenditoriale italiano.

Infine, nessun sistema finanziario può prosperare senza un mercato delle IPO dinamico e accessibile. In Italia, il panorama delle IPO rimane superficiale e sottoutilizzato. Se la complessità normativa e i costi di quotazione sono spesso citati come ostacoli principali, un problema più fondamentale risiede nel contesto post-IPO. Le società appena quotate, soprattutto le PMI, soffrono spesso di una limitata liquidità del mercato secondario, di uno scarso sostegno da parte degli investitori e della volatilità dei prezzi. Ciò scoraggia i potenziali emittenti e rafforza la preferenza per i canali di finanziamento privati. Il recente declino delle IPO nel Regno Unito, dovuto al fatto che le imprese hanno preferito New York o Amsterdam a Londra, evidenzia la necessità di condizioni di quotazione competitive a livello globale. Nel frattempo, la sostenuta attività di IPO della Svezia, sostenuta da una forte partecipazione retail e da politiche fiscali favorevoli, dimostra che un mercato IPO ben funzionante può essere costruito con le giuste basi istituzionali e fiscali. ([Indicatori 2.1](#)).

Affinché l'Italia possa invertire la stagnazione delle IPO, è necessario un approccio su più fronti: ridurre i costi di quotazione, semplificare le procedure regolamentari, fornire sgravi fiscali alle imprese di nuova quotazione e garantire la liquidità del mercato post-IPO attraverso programmi di market-making o impegni di investitori istituzionali. Queste riforme renderebbero i mercati pubblici un'opzione più attraente per le imprese in crescita, aumenterebbero il numero di società quotate e inietterebbero il necessario dinamismo nei mercati dei capitali italiani.

Incentivare le imprese a quotarsi in borsa, piuttosto che affidarsi esclusivamente al private equity per la realizzazione del valore, dovrebbe diventare un obiettivo politico strategico. Incentivi ben strutturati potrebbero includere benefici fiscali per i proventi delle IPO reinvestiti a livello nazionale, o vantaggi normativi per le imprese quotate in aree quali la trasparenza o l'accesso agli appalti pubblici. L'ecosistema dovrebbe favorire i guadagni finanziari. Queste misure non solo diversificherebbero le opzioni di uscita per le imprese in crescita, ma rafforzerebbero anche la profondità del mercato e la visibilità dell'imprenditoria italiana.

Inoltre, una debolezza strutturale persistente nell'infrastruttura di mercato italiana è la mancanza di sostegno alla ricerca azionaria. Dopo la disaggregazione delle commissioni di ricerca e di esecuzione prevista dalla MiFID II, la copertura della ricerca per le società a piccola e media capitalizzazione è diminuita drasticamente. Ciò ha influito negativamente sulla consapevolezza degli investitori, sulla liquidità del mercato e sulla valutazione equa di molte società quotate. Al contrario, il Regno Unito beneficia di un ecosistema più favorevole grazie alla pratica diffusa dell'intermediazione societaria, che contribuisce a mantenere una comunicazione continua con gli investitori e un flusso di ricerca ([Indicatori 4.](#)). L'Italia dovrebbe prendere in considerazione soluzioni normative e di mercato per questo problema, tra cui incentivi per le società di intermediazione che coprono le PMI o l'istituzione di consorzi di ricerca pubblico-privati, in linea con gli obiettivi del Listing Act dell'UE.

In sintesi, per passare a un ecosistema finanziario orientato al mercato, l'Italia deve adottare un programma di riforme completo che rafforzi gli investimenti istituzionali, attivi il risparmio delle famiglie, faccia leva sulle istituzioni finanziarie pubbliche e costruisca mercati dei capitali favorevoli alle PMI. Le esperienze di Francia, Svezia e Regno Unito forniscono modelli politici concreti e trasferibili. Con riforme mirate e impegno politico, l'Italia può creare un sistema finanziario più resiliente, liquido e inclusivo, in grado di sostenere la crescita economica a lungo termine.

Lo studio è organizzato in due sezioni principali. La prima fornisce un'analisi approfondita degli ecosistemi finanziari europei di Francia, Svezia e Regno Unito, esaminandone le strutture, le istituzioni chiave e le dinamiche di mercato. La seconda sezione presenta una valutazione comparativa degli elementi finanziari chiave, tracciandone l'evoluzione tra Italia, Francia, Svezia e Regno Unito per identificare le best practice e le potenziali aree di adattamento nel panorama finanziario italiano.

Gli ecosistemi finanziari

1. Francia

La Francia ha uno dei mercati azionari più grandi e sviluppati d'Europa, caratterizzato da un forte intervento statale, o dirigismo. Le peculiarità del sistema sono le seguenti: una forte base istituzionale, con un elevato impegno delle compagnie di assicurazione, prodotti Plan d'Épargne en Actions (PEA o Piano di Risparmio Azionario) per incentivare gli investimenti retail e una particolare attenzione agli investimenti nelle piccole e medie imprese (PMI). Quest'ultimo aspetto è affrontato attraverso iniziative come la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) Croissance (Cassa depositi e la sua filiale), i prodotti Plan d'Épargne en Actions pour les Petites et Moyennes Entreprises (Piano di risparmio azionario per le piccole e medie imprese) (PEA-PME) e il Fondo di investimento settoriale (SFI).

La principale borsa valori è Euronext Paris, che opera come parte del più ampio Gruppo Euronext, che comprende i mercati di Amsterdam, Bruxelles, Dublino, Lisbona, Milano e Oslo. In quanto importante hub finanziario, la Francia svolge un ruolo chiave nei mercati dei capitali europei e Parigi si conferma primario centro finanziario. I suoi indici principali sono i seguenti: il CAC 40 (l'indice di riferimento, che rappresenta le 40 più importanti società quotate in borsa in Francia); l'SBF 120 (un indice più ampio che copre 120 titoli, offrendo una visione più completa del mercato); il CAC Mid 60 e il CAC Small (questi indici seguono rispettivamente le società a media e piccola capitalizzazione, fornendo approfondimenti sulla performance dei titoli non blue-chip).

I partecipanti al mercato sono principalmente investitori istituzionali: gestori patrimoniali, compagnie assicurative (emblematico il caso di Axa), fondi pensione e hedge fund sono gli attori dominanti dei mercati azionari francesi. Il mercato francese è altamente internazionale e gli investitori stranieri detengono una quota significativa delle azioni francesi (l'84% delle partecipazioni istituzionali proviene da istituzioni internazionali). Si prevede un maggiore impegno internazionale a seguito di "France 2030", un piano di investimenti strategici da 54 miliardi di euro lanciato dal governo francese nel 2021, con l'obiettivo di posizionare la Francia come leader nell'innovazione e nella competitività industriale entro il 2030. Inoltre, sebbene storicamente sottorappresentata, la partecipazione agli investimenti retail è aumentata grazie alle piattaforme di trading digitali e all'espansione dei prodotti PEA. Questi ultimi sono conti di investimento fiscalmente agevolati, concepiti per incoraggiare la partecipazione al mercato azionario. Una menzione speciale va riservata alle compagnie di assicurazione, che hanno investito circa 2,5 miliardi di euro.

La Francia mantiene una posizione di leadership nel settore dell'asset management dell'Eurozona, evidenziata da diverse metriche chiave. Alla fine del 2023, il settore francese dell'asset management comprendeva circa 700 società di gestione, che gestivano asset per un totale di 4.600 miliardi di euro. Questo solido ecosistema dà lavoro a 85.000 persone, di cui 26.000 direttamente impegnate nelle società di asset management.

La base clienti del settore è diversificata e serve sia investitori individuali che istituzionali. I clienti individuali rappresentano il 27% degli asset in gestione (AuM), mentre i clienti istituzionali e aziendali rappresentano il restante 73%. In particolare, le compagnie di assicurazione e le mutue costituiscono il 40% della clientela istituzionale, seguite da banche e istituti finanziari con il 14% e da fondi pensione e schemi pensionistici con il 13%.

L'importanza della Francia è ulteriormente evidenziata dalla sua quota sostanziale del mercato europeo della gestione patrimoniale. Il Paese detiene il 30% della quota di mercato della gestione patrimoniale dell'Unione Europea, a testimonianza del suo ruolo centrale nel finanziamento dell'economia europea.

Inoltre, il 74% degli investimenti dei gestori francesi è diretto all'interno dell'UE, con il 37% specificamente allocato in Francia, a sottolineare il forte orientamento europeo degli investimenti.

L'Autorité des Marchés Financiers (Autorità dei Mercati Finanziari - AMF) è il principale organo di regolamentazione che vigila sui mercati azionari francesi. L'Autorità applica rigorosi requisiti di divulgazione per tutelare gli investitori: le società quotate in Francia seguono elevati standard di governance, influenzati dal Codice AFEP-MEDEF. Inoltre, in quanto parte dell'UE, la Francia aderisce alla direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II), garantendo una concorrenza leale e la protezione degli investitori.

Il sistema finanziario francese è stato plasmato da un forte intervento statale, o dirigismo, che ha svolto un ruolo significativo nella modernizzazione economica, soprattutto dopo la Seconda Guerra Mondiale. Qualche decennio dopo, nel 1982, sotto il presidente François Mitterrand, la Francia ha varato un'ondata significativa di nazionalizzazioni, mirate a settori chiave dell'economia. Queste nazionalizzazioni miravano a rafforzare l'influenza dello Stato sulle industrie critiche, a promuovere la pianificazione economica e a salvaguardare l'occupazione. La politica di nazionalizzazione è stata poi invertita nei decenni successivi e molte di queste aziende sono state nuovamente privatizzate alla fine degli anni Ottanta e Novanta.

Tuttavia, un forte intervento pubblico rimane radicato nel tessuto dell'economia francese attraverso diversi meccanismi. In primo luogo, la politica industriale guidata dallo Stato ha storicamente indirizzato l'allocazione del credito attraverso banche controllate dallo Stato come la Banque de France e la Caisse des Dépôts et Consignations verso settori strategicamente importanti. In secondo luogo, le grandi banche un tempo statali, ora privatizzate, continuano a svolgere un ruolo cruciale nel finanziamento delle infrastrutture e delle industrie chiave, spesso in collaborazione con lo Stato o attraverso partenariati pubblico-privati. Infine, il protezionismo ha storicamente limitato le acquisizioni straniere e mantenuto un sistema finanziario corporativo, riducendo le pressioni di mercato a breve termine. Un esempio recente si è verificato nell'ottobre 2024, quando il governo francese ha segnalato la sua volontà di bloccare un'operazione da 15,5 miliardi di euro che prevedeva la vendita della divisione farmaceutica di consumo di Sanofi a una società di private equity statunitense. Il governo ha sottolineato la necessità di impegni in materia di occupazione, produzione e ricerca all'interno della Francia prima di approvare la transazione, riflettendo la sua costante posizione protettiva nei confronti di industrie chiave.

1.1 PEA e PEA-PME

Il PEA (Plan d'Épargne en Actions) e il PEA-PME (Plan d'Épargne en Actions pour les Petites et Moyennes Entreprises) sono entrambi conti di investimento fiscalmente agevolati in Francia, concepiti per incoraggiare la partecipazione al mercato azionario, ma con finalità diverse. Il PEA si concentra principalmente sugli investimenti in azioni europee a grande e media capitalizzazione, consentendo ai singoli individui di investire in azioni quotate e fondi di investimento con un'esposizione di almeno il 75% alle azioni europee. Ha un limite di contribuzione di 150.000 euro e offre un vantaggio fiscale fondamentale: le plusvalenze e i dividendi sono esenti dall'imposta sul reddito se i fondi rimangono sul conto per almeno cinque anni, pur rimanendo soggetti a contributi previdenziali del 17,2%. I prelievi anticipati prima di questo periodo comportano generalmente la chiusura del conto, salvo casi specifici.

Il PEA-PME, invece, è specificamente concepito per promuovere gli investimenti nelle piccole e medie imprese (PMI e ETI) in Europa, fornendo finanziamenti alle aziende in crescita. Consente di investire in azioni di PMI, in alcune obbligazioni societarie, in fondi di investimento specifici per le PMI e persino in private equity. Il PEA e il PEA-PME possono essere combinati, ma il loro limite di contribuzione totale

non può superare i 225.000 euro. Come il PEA, il PEA-PME offre plusvalenze esenti da imposte dopo cinque anni, con lo stesso obbligo di versare il 17,2% di contributi sociali. La principale distinzione tra i due conti risiede nel loro ambito di investimento: il PEA è orientato alle imprese più grandi e consolidate, mentre il PEA-PME è dedicato al sostegno delle imprese più piccole e in forte crescita. Insieme, offrono un approccio complementare per investimenti azionari a lungo termine fiscalmente efficienti in Francia.

Alla fine del 2023, le famiglie francesi deterranno 115 miliardi di euro in PEA, pari al 2% della loro ricchezza finanziaria (per riferimento, il programma PEA è iniziato nel 1992, il PEA-PME nel 2014). I PEA ammontano a 112,7 miliardi di euro, con un aumento dell'11% rispetto ai 101 miliardi di euro del 2022, mentre i PEA-PME detengono 2,7 miliardi di euro, con un aumento del 13% rispetto ai 2,4 miliardi di euro del 2022. Questa crescita è in gran parte attribuita alla forte performance dei mercati azionari, in particolare dell'indice CAC 40, che è aumentato del 16,5% nel periodo.

Il PEA e il PEA-PME hanno avuto un notevole successo grazie alla combinazione di incentivi fiscali, promozione degli investimenti a lungo termine e ruolo di finanziamento dell'economia reale. Il loro successo è dovuto a diversi fattori chiave. In primo luogo, offrono significativi vantaggi fiscali agli investitori individuali. Le plusvalenze e i dividendi generati da questi conti sono esenti da imposte dopo un periodo di detenzione di cinque anni, il che incoraggia gli investimenti a lungo termine. In secondo luogo, questi schemi forniscono agli investitori retail un meccanismo efficiente dal punto di vista fiscale per partecipare ai mercati azionari, promuovendo una cultura azionaria più forte in Francia, dove gli investimenti sono tradizionalmente più orientati al debito.

Oltre a favorire gli investitori, questi schemi sostengono anche le piccole e medie imprese (PMI) e aumentano la liquidità del mercato. Il PEA-PME, in particolare, è progettato per convogliare i fondi verso le PMI, migliorando il loro accesso al finanziamento azionario e riducendo la dipendenza dai prestiti bancari. Ciò contribuisce a creare un ecosistema finanziario più diversificato e resiliente, in linea con gli obiettivi europei più ampi, come quelli delineati nell'iniziativa dell'Unione del Risparmio e degli Investimenti (SIU), che mira ad approfondire i mercati dei capitali e a ridurre la dipendenza dal finanziamento bancario. Inoltre, il governo francese e le autorità di regolamentazione finanziaria sostengono attivamente questi schemi, garantendone la stabilità, la protezione degli investitori e la continua rilevanza attraverso aggiustamenti periodici dei limiti di investimento e dei criteri di ammissibilità.

Sebbene originariamente focalizzati sui mercati nazionali, questi schemi si sono evoluti fino a includere una gamma più ampia di azioni e fondi europei, migliorando significativamente il loro appeal. Questa espansione consente agli investitori di ottenere una maggiore diversificazione accedendo a diverse dinamiche di mercato, composizioni settoriali e cicli economici in Europa. Ampliando l'universo d'investimento, questi schemi mitigano i rischi specifici del Paese, mantenendo al contempo l'esposizione alle opportunità di crescita. Inoltre, l'inclusione di azioni europee si allinea con gli obiettivi più ampi dell'Unione del Risparmio e degli Investimenti (SIU), promuovendo i flussi di investimento transfrontalieri, aumentando l'integrazione dei mercati e migliorando la liquidità complessiva. Questa diversificazione non solo migliora i rendimenti corretti per il rischio per gli investitori, ma rafforza anche il ruolo del finanziamento azionario nell'ecosistema finanziario europeo.

Il PEA era inizialmente limitato alle azioni di società con sede nell'Unione Europea (UE) o nello Spazio Economico Europeo (SEE). Nel corso del tempo, la sua ammissibilità è stata estesa a vari fondi di investimento, a condizione che allocassero almeno il 75% del loro patrimonio in titoli ammissibili. Il PEA-PME, introdotto per sostenere le PMI e le imprese di medie dimensioni (ETI), ha consentito di investire in società che soddisfano criteri specifici, come ad esempio avere meno di 5.000 dipendenti e ricavi annuali non superiori a 1,5 miliardi di euro o un bilancio totale non superiore a 2 miliardi di euro.

Questi ampliamenti hanno rafforzato il ruolo di questi piani di investimento, consentendo agli investitori di diversificare i loro portafogli su una gamma più ampia di titoli azionari europei, aumentando potenzialmente i rendimenti e allineandosi agli obiettivi del processo di integrazione finanziaria europea.

1.2 Caisse des Dépôts et Consignation (CDC) e CDC Croissance

La Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) è un'istituzione finanziaria di proprietà dello Stato, che agisce come veicolo di investimento pubblico, gestendo i risparmi provenienti da varie fonti, tra cui le riserve legate alle pensioni e i conti di risparmio regolamentati (come il conto di risparmio Livret A). La CDC è uno dei maggiori investitori istituzionali in Francia e gestisce circa 1.100 miliardi di euro di attività.

Nel 2001, CDC ha creato una filiale interamente controllata: CDC Croissance. È specializzata nella gestione di fondi azionari, con particolare attenzione alle piccole e medie imprese quotate in Francia e nell'Eurozona. La filosofia d'investimento della società enfatizza un approccio di "stock picking", basato su una valutazione fondamentale e a lungo termine dei suoi investimenti. Questa strategia prevede di guidare le società verso modelli di business più sostenibili. Al 31 dicembre 2024, CDC Croissance gestiva 3,19 miliardi di euro di attività, con un portafoglio di 193 società.

Nel novembre 2024, CDC Croissance ha lanciato il fondo di fondi "CDC Croissance Sélection PME", dedicato al finanziamento a lungo termine di fondi d'investimento che investono in piccole e medie imprese (PMI) e società a media capitalizzazione quotate. Il fondo mira ad aumentare l'attrattiva di queste società investendo selettivamente in fondi di investimento a piccola e media capitalizzazione situati in Francia e nell'Eurozona. Con una dimensione iniziale di 500 milioni di euro, interamente finanziata dalla Caisse des Dépôts et Consignations, il fondo mira a costruire un portafoglio di circa 25 fondi di investimento.

Il successo di CDC Croissance è dovuto al forte sostegno finanziario, all'orientamento strategico degli investimenti e all'impegno per lo sviluppo sostenibile. CDC Croissance si rivolge a imprese che spesso non sono servite dai mercati dei capitali tradizionali, consentendo loro di accedere a finanziamenti per l'espansione, l'innovazione e la competitività sul mercato. Facendo leva sulla sua profonda esperienza nei mercati finanziari e negli investimenti istituzionali, CDC Croissance contribuisce a rafforzare la base azionaria di queste imprese, rendendole più resistenti alle fluttuazioni economiche. Inoltre, la società integra attivamente i criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nella sua strategia di investimento, dimostrando un impegno a lungo termine per una crescita responsabile e sostenibile. Questo orientamento ESG è in linea con i più ampi trend normativi in Europa e aumenta l'attrattiva degli investimenti di CDC Croissance per gli investitori nazionali e internazionali.

Un altro fattore critico del successo della CDC Croissance è la sua capacità di mobilitare ingenti risorse finanziarie. In quanto ente sostenuto dallo Stato, beneficia della visione a lungo termine e della stabilità che le istituzioni pubbliche di investimento offrono. Ciò le consente di effettuare investimenti anticiclici, sostenendo le PMI e le mid-cap durante le fasi di recessione economica in cui le fonti di finanziamento tradizionali possono essere limitate. Inoltre, la leadership dell'azienda, con professionisti finanziari esperti al timone, garantisce che le decisioni di investimento siano ben informate e strategicamente allineate con i più ampi obiettivi di politica economica della Francia.

Sebbene sia prematuro fornire una valutazione del fondo CDC Croissance Sélection PME, la struttura del fondo e l'impegno finanziario significativo sono visti come fattori che implicano un futuro positivo per il fondo.

1.3 Assicurazioni

La Francia vanta un elevato livello di penetrazione assicurativa e le compagnie di assicurazione sono investitori importanti nei mercati finanziari. Le compagnie di assicurazione hanno investito circa 2,5 trilioni di euro, ripartiti come segue:

FRANCIA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Patrimonio netto	2,9%	2,9%	2,8%	3,0%	2,8%	3,3%	3,0%	2,7%
Obbligazioni	55,1%	52,8%	52,9%	51,6%	50,7%	46,9%	41,5%	40,6%
Contanti	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%	0,9%
Altro	41,3%	43,6%	43,5%	44,6%	45,7%	49,1%	54,7%	55,8%

fonte: EIOPA

Descrizione. Le compagnie assicurative francesi hanno ridotto significativamente le loro partecipazioni obbligazionarie, aumentando al contempo l'allocazione agli asset alternativi, compresi nella voce "Altro", dal 41,3% al 55,8%. L'esposizione azionaria è rimasta minima per tutto il periodo, attestandosi intorno al 3%, a testimonianza di un atteggiamento d'investimento conservativo che privilegia la preservazione del capitale e la stabilità sistemica rispetto ad attività a più alto rischio di rendimento.

Solo una piccola parte è destinata agli investimenti azionari. Le compagnie assicurative francesi sono infatti tra i maggiori investitori in titoli di Stato (OAT - Obligations Assimilables du Trésor), fornendo una fonte di finanziamento stabile per le finanze pubbliche. Ciò funge da ammortizzatore per il sistema finanziario, garantendo che lo Stato disponga di finanziamenti nazionali affidabili anziché affidarsi esclusivamente a capitali esteri. Altri asset in cui investono sono gli immobili, in linea con un approccio di investimento a basso rischio. La limitata esposizione al mercato azionario riduce dunque la loro capacità di generare elevati rendimenti a lungo termine, aumentando la dipendenza dai sistemi pensionistici e assicurativi sostenuti dallo Stato.

Il governo francese ha attuato diverse misure per incoraggiare le compagnie assicurative a investire in capitale privato, con l'obiettivo di sostenere la crescita economica e il finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI). Inoltre, un'iniziativa chiave in questo senso è la revisione europea della direttiva Solvency II, che ora offre un trattamento prudenziale favorevole per le partecipazioni azionarie a lungo termine degli assicuratori. Questo adeguamento riduce i requisiti patrimoniali associati a tali investimenti, rendendo più interessante per le imprese di assicurazione destinare risorse al private equity e ad attività simili.

Inoltre, il governo francese ha introdotto la legge sull'industria verde (Loi sur l'Industrie Verte n. 2023-973), in vigore dall'ottobre 2023, che prevede disposizioni per indirizzare le assicurazioni sulla vita e i risparmi pensionistici verso investimenti non quotati. Questa misura legislativa impone di destinare una quota minima di questi risparmi ad attività non quotate, convogliando così un maggior numero di fondi verso i mercati dei capitali privati.

Inoltre, il governo è stato proattivo nel semplificare i quadri normativi per facilitare gli investimenti nel private equity. Iniziative come la Loi Pacte, promulgata nel 2019, mirano a ridurre gli ostacoli burocratici e a creare strutture aziendali più favorevoli agli investitori, incoraggiando così le compagnie assicurative a diversificare i loro portafogli nel capitale privato.

Nel complesso, queste misure riflettono uno sforzo strategico del governo francese per mobilitare gli investitori istituzionali, in particolare le compagnie di assicurazione, a sostenere gli investimenti di capitale privato, migliorando così il panorama dei finanziamenti per le PMI e contribuendo allo sviluppo economico sostenibile.

Le compagnie di assicurazione sono sempre più interconnesse con altre istituzioni finanziarie, in particolare banche e società di gestione patrimoniale. Questa interconnessione è cresciuta negli ultimi decenni, soprattutto a causa dei conglomerati finanziari che operano sia nel settore bancario che in quello assicurativo. Tali conglomerati rafforzano intrinsecamente i legami tra questi settori, amplificando potenzialmente i rischi sistemici all'interno del sistema finanziario. Uno studio dell'Alto Consiglio per la Stabilità Finanziaria (HCSF) ha analizzato le interconnessioni all'interno del sistema finanziario francese, concentrandosi su banche, compagnie assicurative e società di gestione patrimoniale. Utilizzando i dati granulari di oltre 8.000 istituzioni finanziarie, lo studio ha esaminato come queste interconnessioni possano propagare, attenuare o amplificare gli shock di mercato. I risultati hanno evidenziato che la struttura di queste interconnessioni gioca un ruolo cruciale nella vulnerabilità del sistema agli shock esterni.

1.4 Le pensioni e il Plan d'Épargne Retraite (PER)

Il sistema pensionistico francese si basa prevalentemente su un modello a ripartizione (PAYG), in cui i contributi dei lavoratori attuali finanziano direttamente le prestazioni dei pensionati. Sebbene questa struttura abbia storicamente fornito stabilità, si trova ad affrontare sfide crescenti a causa dell'invecchiamento della popolazione, sollevando preoccupazioni sulla sua sostenibilità a lungo termine. A differenza di altre economie avanzate con sistemi pensionistici privati ben sviluppati, la Francia ha un risparmio pensionistico privato limitato, con istituzioni, come la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), che indirizzano gran parte dei risparmi del Paese verso l'edilizia, le infrastrutture e i progetti pubblici piuttosto che verso i mercati dei capitali. Di conseguenza, solo il 10-15% dei risparmi pensionistici francesi è destinato a fondi pensione privati o investito nei mercati dei capitali, in netto contrasto con il Regno Unito, dove oltre il 60% degli asset pensionistici è gestito da schemi pensionistici privati. Riconoscendo la necessità di una maggiore partecipazione privata alla pianificazione pensionistica, le recenti riforme hanno cercato di incoraggiare il risparmio pensionistico privato, in particolare attraverso l'introduzione del Plan d'Épargne Retraite (Piano di Risparmio Pensionistico o PER), che offre incentivi fiscali per promuovere l'investimento a lungo termine in conti pensionistici. Tuttavia, l'adesione risulta lenta e lo spostamento della cultura del risparmio verso un maggiore affidamento alle pensioni private richiederà ulteriori cambiamenti strutturali.

Il Plan d'Épargne Retraite (PER), introdotto nel 2019, è stato concepito per sostenere il risparmio pensionistico privato in Francia offrendo interessanti incentivi fiscali. Come parte di uno sforzo più ampio per spostare il finanziamento della pensione verso il risparmio privato, il PER doveva incoraggiare gli individui a investire in fondi pensione a lungo termine. A marzo 2024, il PER aveva accumulato 10,4 milioni di conti con 108,8 miliardi di euro di attività, dimostrando un impegno significativo. Tuttavia, nonostante queste cifre, il PER non ha ancora convinto del tutto i risparmiatori francesi e l'adozione è stata più lenta di quanto inizialmente previsto.

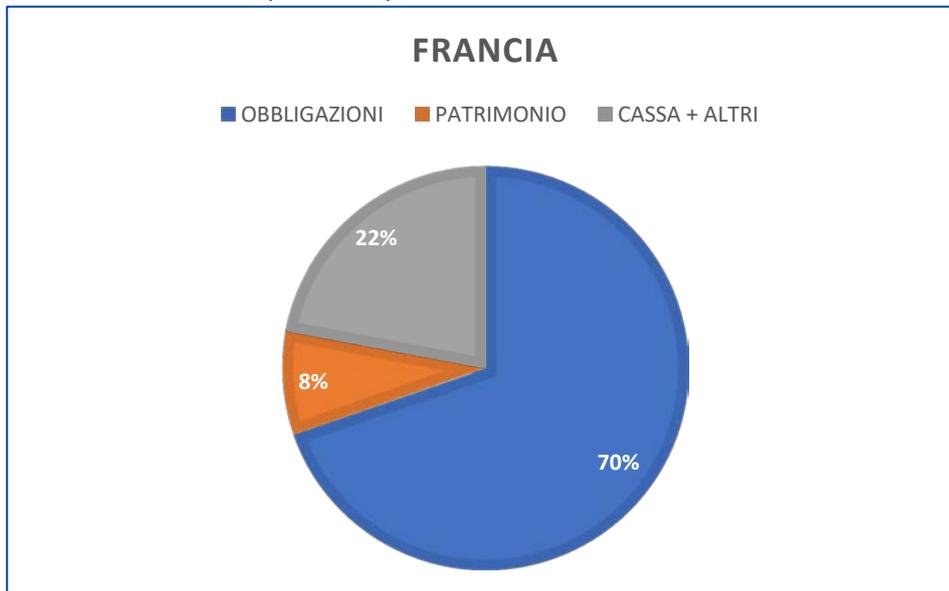
La struttura del PER offre flessibilità attraverso tre profili di investimento prestabiliti, consentendo agli individui di adeguare la propria esposizione al rischio man mano che si avvicinano alla pensione. I titoli ammissibili comprendono attività quotate in borsa, con una parte dei fondi assegnata agli Organismi di Investimento Collettivo (OICR), che possono essere investiti in attività non quotate in borsa o in titoli ammissibili al PEA-PME, un programma di sostegno alle piccole e medie imprese. A differenza di altri prodotti pensionistici, il PER non ha un limite massimo di contribuzione, il che lo rende accessibile agli individui che desiderano destinare ingenti risparmi alla pensione. I fondi sono generalmente bloccati fino al momento del pensionamento, anche se esistono delle eccezioni, come ad esempio per l'acquisto di una residenza primaria o in caso di sovraindebitamento.

Il PER offre anche un trattamento fiscale favorevole per incentivare il risparmio. Le plusvalenze sono soggette a contributi previdenziali del 17,2% e a un'imposta sul reddito del 12,8%, mentre i contributi possono essere dedotti dal reddito imponibile fino al 10% dei guadagni professionali, con un tetto massimo di 32.908 euro. Al momento del prelievo, la tassazione può raggiungere il 30%, a seconda dell'età del titolare del conto. Questi vantaggi fiscali rendono il PER attraente sulla carta, ma rimangono delle sfide nella sua adozione diffusa.

Una delle preoccupazioni principali che circondano il PER è la predominanza dei trasferimenti di attività dai vecchi regimi pensionistici piuttosto che l'afflusso di nuovi capitali. Molti dei fondi del sistema provengono da piani di risparmio esistenti piuttosto che da nuovi contributi individuali, e gli investimenti indipendenti rappresentano solo 37,8 miliardi di euro. Ciò suggerisce che, sebbene il prodotto stia guadagnando terreno, deve ancora affermarsi come veicolo primario per il risparmio pensionistico a lungo termine. Inoltre, solo il 25% dei lavoratori francesi partecipa attualmente a un piano di risparmio pensionistico privato, evidenziando la necessità di un impegno più ampio.

Oltre ai tassi di partecipazione, anche la complessità del prodotto e la struttura dei costi ne ostacolano l'attrattiva. Rispetto alle assicurazioni sulla vita, strumento di risparmio preferito in Francia, il PER è spesso percepito come meno flessibile e più difficile da gestire. Le commissioni elevate e le condizioni di prelievo poco chiare scoraggiano ulteriormente l'impegno dei propri risparmi a lungo termine in questo sistema. Di conseguenza, si stanno compiendo sforzi per semplificare la struttura del PER, ridurre i costi e migliorare l'accessibilità, assicurando che diventi uno strumento più attraente ed efficace per la pianificazione pensionistica. Se queste riforme avranno successo, il PER potrebbe svolgere un ruolo cruciale nel rafforzare la cultura del risparmio a lungo termine in Francia e spostare un maggior numero di finanziamenti pensionistici da fonti pubbliche a private.

Allocazione dei fondi pensione privati



fonte: EIOPA

Descrizione. Il sistema pensionistico francese rimane dominato dalle obbligazioni, con il 70% del patrimonio dei fondi pensione privati allocato al reddito fisso e solo l'8% alle azioni entro il 2023. Questa struttura conservativa, rafforzata dalla limitata adozione di fondi pensione privati nonostante la riforma del PER, evidenzia la fiducia della Francia nelle strategie di conservazione del capitale rispetto alla crescita azionaria nella pianificazione pensionistica.

L'allocazione dei fondi pensione privati in Francia rimane fortemente orientata verso le obbligazioni, con il 70% del patrimonio investito in titoli a reddito fisso, mentre le azioni rappresentano solo l'8% e il

restante 22% è allocato in liquidità e altre attività. Questa strategia d'investimento conservativa riflette la preferenza di lunga data per la conservazione del capitale e la stabilità rispetto a investimenti azionari più redditizi ma più volatili.

Anche il trattamento fiscale dei prodotti assicurativi influisce sull'impiego del capitale istituzionale. In Francia, le polizze vita beneficiano di un differimento d'imposta e di aliquote ridotte dopo otto anni, con ulteriori sgravi sulle plusvalenze per i risparmiatori a lungo termine. Di conseguenza, rimangono lo strumento di risparmio retail preferito, con un'ampia integrazione nei portafogli delle famiglie. L'Italia impone un'imposta sostitutiva piatta del 26% sui rendimenti di polizze simili, con aliquote ridotte (12,5%) applicabili solo ai portafogli fortemente ponderati sui titoli pubblici. Queste differenze limitano la capacità degli assicuratori italiani di agire come investitori istituzionali a lungo termine nei mercati azionari e dei capitali privati. Aggiustamenti politici - come aliquote fiscali differenziate in base all'asset allocation o alla durata - potrebbero aiutare a riorientare il settore assicurativo verso investimenti più produttivi, in particolare il finanziamento delle PMI e delle infrastrutture.

1.5 PPP per investimenti in PMI

In Francia, i Partenariati Pubblico-Privati (PPP) sono stati tradizionalmente utilizzati per delegare la progettazione, il finanziamento, la costruzione e la gestione di infrastrutture pubbliche a soggetti privati, includendo progetti come edifici, sistemi di trasporto e servizi pubblici. Mentre questi partenariati sono stati fondamentali per lo sviluppo di infrastrutture su larga scala, la loro applicazione diretta alle piccole e medie imprese (PMI) è stata meno diffusa. Tuttavia, il governo francese ha riconosciuto l'importanza delle PMI per l'economia e ha avviato misure per sostenerne la crescita, incoraggiando anche gli investimenti istituzionali.

Un'iniziativa degna di nota è la creazione del Fondo d'investimento settoriale (SIF) da parte di Bpifrance, la banca d'investimento pubblica francese. Questo fondo si concentra sugli investimenti in PMI e imprese di dimensioni intermedie (ISE) in settori come il ferroviario, il legno/arredo, la transizione ecologica ed energetica e la difesa. Il SIF mira a sviluppare, consolidare e facilitare il trasferimento delle PMI e delle ISE in crescita in Francia, rafforzando così le competenze e l'esperienza dell'economia francese.

Inoltre, Bpifrance ha collaborato con investitori istituzionali internazionali per co-investire in PMI e mid-cap francesi. Ad esempio, sono stati creati partenariati con fondi sovrani e altri investitori a lungo termine per fornire finanziamenti azionari, quasi azionari o di debito che vanno da 15 a 200 milioni di euro. Queste collaborazioni mirano a sostenere lo sviluppo internazionale delle aziende francesi e ad attrarre investimenti esteri nel settore delle PMI francesi.

Insieme alle iniziative promosse a livello più ampio da attori europei come la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) (come il Programma PMI delle Regioni francesi), queste iniziative sottolineano una solida presenza di investitori istituzionali nel settore delle PMI francesi, facilitata da partenariati strategici e fondi di investimento dedicati volti a promuovere la crescita, l'innovazione e la competitività delle piccole e medie imprese.

1.6 Commento sulla fiscalità

Il quadro fiscale francese svolge un ruolo fondamentale nel plasmare il comportamento di investimento delle famiglie e nel sostenere la partecipazione al mercato dei capitali. Gli strumenti azionari sono generalmente soggetti a un'aliquota fiscale fissa del 30%, che combina l'imposta sul reddito e i contributi

sociali nell'ambito del Prélèvement Forfaitaire Unique (Imposta Unica Forfettaria). Questa aliquota uniforme garantisce chiarezza e semplicità, anche se i contribuenti possono optare per una tassazione progressiva, se vantaggiosa. Per stimolare ulteriormente gli investimenti retail, la Francia offre strumenti fiscalmente protetti come il Plan d'Épargne en Actions (PEA), che esenta dalle imposte le plusvalenze e i dividendi se gli investimenti sono detenuti per un minimo di cinque anni. Una versione specializzata, il PEA-PME, estende benefici simili agli investimenti in piccole e medie imprese, rafforzando il finanziamento azionario del settore imprenditoriale nazionale.

Oltre al quadro PEA, la Francia ha introdotto incentivi fiscali mirati per il finanziamento delle PMI attraverso strutture come i Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (Fondi comuni di investimento per l'innovazione o FCPI) e i Fonds d'Investissement de Proximité (Fondi di investimento locale o FIP). Questi fondi offrono detrazioni dall'imposta sul reddito delle persone fisiche per gli investimenti qualificati e l'esenzione fiscale totale sulle plusvalenze, a condizione che venga rispettato un periodo minimo di detenzione. Essi fungono da canali critici per indirizzare il capitale privato verso l'innovazione e lo sviluppo regionale.

Il risparmio a lungo termine è sostenuto anche dal trattamento favorevole delle polizze di assicurazione sulla vita (assurance-vie), che rimangono uno degli strumenti di investimento più utilizzati in Francia. I guadagni di queste polizze beneficiano di un differimento d'imposta e i prelievi dopo otto anni ricevono un trattamento preferenziale grazie a sgravi fiscali e aliquote ridotte. Inoltre, le assicurazioni sulla vita beneficiano di un regime di successione distinto, che consente di trasferire una notevole ricchezza intergenerazionale con un'esposizione fiscale limitata.

Il sistema pensionistico francese integra queste strutture di investimento combinando contributi pubblici obbligatori e risparmio privato incentivato. I contributi ai piani pensionistici, come il Plan d'Épargne Retraite (PER), sono deducibili fino a un tetto massimo e i rendimenti degli investimenti si accumulano in esenzione d'imposta fino al pensionamento. Al momento del ritiro, il reddito da pensione è soggetto all'imposta sul reddito, anche se si applica una deduzione standard del 10%. L'insieme di questi meccanismi incoraggia una pianificazione pensionistica disciplinata, garantendo al contempo che il capitale pensionistico possa essere mobilitato in modo produttivo nell'economia in generale.

Nel complesso, la politica fiscale francese riflette un approccio equilibrato che combina neutralità e stabilità con incentivi mirati per sostenere lo sviluppo del mercato azionario, il finanziamento delle PMI e il risparmio a lungo termine. L'offerta di strumenti fiscalmente protetti e di tutele per gli investitori ha contribuito a creare una base istituzionale relativamente forte e un bacino in espansione di investitori retail impegnati.

1.7 Aspetti della quotazione

Il quadro francese per la quotazione e l'approvazione dei prospetti è strutturato su una chiara divisione delle responsabilità tra tre istituzioni chiave: l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), Euronext Paris ed Euroclear France. L'AMF è l'autorità di regolamentazione nazionale incaricata di esaminare e approvare i prospetti in conformità al Regolamento UE sui prospetti. Garantisce che i documenti d'offerta siano completi, coerenti e comprensibili e vigila sulla costante osservanza degli obblighi informativi una volta che la società è quotata. Euronext Paris, che gestisce il mercato regolamentato, è responsabile della valutazione dell'ammissibilità di un emittente alla quotazione. Ciò include la valutazione della storia finanziaria, degli accordi di governance, della preparazione operativa e dei sistemi di controllo interno. Nel frattempo, Euroclear France gestisce la registrazione, la custodia e il regolamento dei titoli, operando all'interno della più ampia infrastruttura di Euroclear per garantire processi post-negoziazione sicuri ed efficienti.

I tempi per completare il processo di quotazione in Francia sono relativamente prevedibili. L'AMF richiede in genere dieci giorni lavorativi per esaminare il primo prospetto e cinque giorni per i successivi, a condizione che la bozza sia completa e priva di carenze rilevanti. La valutazione dell'ammissibilità alla quotazione da parte di Euronext Paris richiede in genere dalle sei alle otto settimane, a seconda della complessità dell'offerta e dello stato di preparazione dell'emittente. Sebbene si tratti di durate standard, le società con un'esperienza di impegno sul mercato, o quelle che si trasferiscono da un'altra sede Euronext, possono beneficiare di un processo più accelerato. Euronext offre anche un'opzione formale Fast Track, progettata per ridurre il periodo complessivo di quotazione a circa quattro settimane per gli emittenti ben preparati.

Il calendario regolamentare è generalmente fissato a livello di AMF, anche se un impegno informale prima del deposito consente agli emittenti di chiarire le aspettative e migliorare l'efficienza. Euronext Paris offre una maggiore flessibilità, incoraggiando un dialogo precoce per allineare i tempi di quotazione, le valutazioni di preparazione e le potenziali finestre di mercato. Le fasi procedurali non differiscono in modo significativo a seconda che l'offerta sia rivolta a investitori retail o istituzionali, anche se le quotazioni orientate al retail possono richiedere una documentazione aggiuntiva, in particolare per quanto riguarda i prospetti semplificati, la comunicazione agli investitori e le informazioni specifiche per il retail. Il quadro di riferimento per la quotazione in Francia è relativamente snello. L'AMF esamina in genere un prospetto per la prima volta entro 10 giorni lavorativi, mentre Euronext Paris completa le valutazioni di ammissibilità alla quotazione in 6-8 settimane. Per gli emittenti ben preparati è disponibile un'opzione Fast Track e i dialoghi informali prima del deposito possono aiutare a chiarire le aspettative normative.

Gli emittenti sono tenuti a presentare una serie completa di documenti, tra cui un prospetto conforme al regolamento sui prospetti, i bilanci relativi ai tre anni fiscali precedenti, un rendiconto del capitale circolante e informazioni dettagliate sulla governance e sui controlli interni. Per le offerte pubbliche iniziali, ulteriori documenti includono delibere del consiglio di amministrazione, pareri legali, conferma della distribuzione del capitale sociale e una lettera di uno sponsor di quotazione che confermi la preparazione e l'idoneità dell'emittente. Le società devono inoltre dimostrare di disporre di sistemi e procedure in grado di garantire la divulgazione tempestiva e accurata delle informazioni regolamentate, in conformità alle norme sugli abusi di mercato e agli obblighi di divulgazione continua.

Questo quadro riflette l'impegno della Francia a combinare la protezione degli investitori con un accesso efficiente ai mercati dei capitali. Consente un processo rigoroso, ma facile da navigare, che bilancia il controllo normativo con la reattività del mercato, sostenendo un ambiente dinamico e trasparente per le offerte pubbliche.

2. Svezia

La Svezia ha uno dei più alti livelli di partecipazione delle famiglie al mercato azionario in Europa, grazie a una cultura di investimento azionario di lunga data, a incentivi fiscali ben strutturati e a un sistema pensionistico che integra l'esposizione al mercato dei capitali. Il sistema, che potrebbe essere definito socialdemocratico, è incentrato sulla responsabilizzazione individuale nell'assunzione del rischio e nella gestione dei propri risparmi. Le sue peculiarità sono rappresentate da una tassazione favorevole, dal Conto di Risparmio per gli Investimenti (ISK) e dai mandati dei fondi pensione orientati alle azioni.

L'ecosistema finanziario svedese è caratterizzato da una forte interazione tra le politiche governative e le forze di mercato, favorendo un sistema che incoraggia sia gli investimenti istituzionali che quelli retail. Il governo ha storicamente sostenuto l'assunzione di rischi da parte delle famiglie, rafforzando l'idea che i mercati finanziari debbano essere accessibili a tutti. I fondi pensione hanno tradizionalmente svolto un ruolo centrale nel convogliare i risparmi verso i mercati pubblici, garantendo un'ampia esposizione alle azioni e promuovendo una cultura dell'investimento consapevole. La proattività è l'approccio chiave alla partecipazione finanziaria.

Il profondo impegno degli investitori retail alla base del sistema finanziario svedese ha avuto effetti a catena su tutto il mercato. Con una base consolidata di investitori individuali, altri fondi - come quelli pensionistici e istituzionali - godono di maggiore stabilità e continuità. Questa struttura consente agli investitori passivi di delegare il capitale in modo efficiente, creando un panorama d'investimento chiaro e strutturato che attrae gli operatori internazionali. Il mercato finanziario svedese è trasparente, regolato da solidi quadri normativi e orientato a livello globale, grazie all'uso dell'inglese nelle strutture aziendali e di governance, che ne accresce ulteriormente l'attrattiva internazionale.

Il mercato svedese delle IPO offre una chiara dimostrazione del suo dinamismo finanziario. Nel 2021, la Svezia ha assistito a un'ondata di IPO senza precedenti, con 101 nuove quotazioni azionarie, superando economie molto più grandi come la Germania, che ha registrato solo 18 IPO nello stesso periodo. Questo netto contrasto sottolinea l'elevato livello di impegno dei fondi pensione e degli investitori istituzionali svedesi, più piccoli ma attivi, che sono più propensi ad allocare capitali alle imprese più piccole, innovative e locali. A differenza dei mercati in cui i grandi fondi pensione concentrano i capitali nelle multinazionali, gli investitori svedesi vedono opportunità nelle aziende early-stage e a forte crescita, garantendo un flusso costante di capitali verso l'innovazione e l'imprenditoria locale. Sebbene il 90% delle IPO svedesi riguardi società con capitalizzazioni di mercato inferiori a 1 miliardo di dollari, il sostegno istituzionale rimane un fattore chiave, a dimostrazione del fatto che i mercati dei capitali svedesi sono profondi e ben supportati nonostante le loro dimensioni relative più ridotte.

Le radici della cultura dell'investimento svedese possono essere fatte risalire agli incentivi fiscali sostenuti dal governo alla fine degli anni '70 e all'inizio degli anni '80, che hanno avuto un ruolo trasformativo nell'avvicinare le famiglie al mercato azionario. L'introduzione dei fondi "a risparmio fiscale" nel 1978 e dei fondi "allemans" (per tutti) nel 1984 ha reso gli investimenti azionari più interessanti grazie a consistenti detrazioni ed esenzioni fiscali. L'allineamento strategico di questi incentivi con un forte mercato rialzista ha amplificato ulteriormente il loro successo, portando a un rapido aumento della partecipazione. Con l'aumento delle detrazioni fiscali dal 20% al 30% nel 1980, il numero di risparmiatori è passato da 75.500 nel 1979 a 425.000 nel 1982. Queste politiche non solo hanno aumentato la ricchezza individuale, ma hanno anche consolidato una cultura nazionale dell'investimento, che continua a sostenere il solido mercato azionario nazionale svedese.

Una caratteristica fondamentale del modello finanziario svedese è il suo sistema bancario basato sulle relazioni, che differisce dai modelli più basati sul mercato di paesi come il Regno Unito e gli Stati Uniti. Le banche svedesi hanno tradizionalmente mantenuto partnership a lungo termine con i clienti aziendali, dando priorità alla stabilità e alla prevedibilità dei finanziamenti rispetto ai profitti a breve termine. Banche come la Handelsbanken operano con un processo decisionale decentralizzato, concedendo ai direttori delle filiali l'autonomia di approvare i prestiti in base alla storia del rapporto piuttosto che a rigidi parametri finanziari. Questo favorisce un legame più stretto tra banche e imprese, riducendo l'incertezza e consentendo alle aziende di investire in innovazione, R&S e infrastrutture senza pressioni finanziarie a breve termine. Tuttavia, questo sistema presenta anche dei compromessi strutturali. Ad esempio, lo stretto legame banca-società può portare a privilegiare le imprese consolidate, creando barriere all'ingresso per le imprese più recenti.

Nonostante queste potenziali limitazioni, negli ultimi anni la Svezia è riuscita a bilanciare il suo modello finanziario basato sulle banche con una forte spinta dei mercati dei capitali. L'indipendenza della Riksbank e i chiari obiettivi di politica monetaria hanno rafforzato la fiducia degli investitori, mentre il solido sistema di welfare svedese (che comprende sussidi di disoccupazione e assistenza sanitaria gratuita) ha contribuito a mitigare i rischi associati al fallimento imprenditoriale, facilitando la nascita e la crescita di nuove imprese. Questa combinazione di un forte sostegno istituzionale, di un'ampia partecipazione retail e di un sistema bancario ben funzionante ha posizionato la Svezia come uno degli ecosistemi finanziari più resilienti e favorevoli agli investimenti in Europa.

2.1 ISK

L'ISK (Investeringssparkonto o Conto di risparmio per investimenti) è un conto di risparmio per investimenti svedese introdotto nel 2012 per incoraggiare le famiglie a partecipare ai mercati dei capitali semplificando la tassazione e riducendo gli oneri amministrativi. A differenza dei conti di investimento tradizionali, dove le plusvalenze sono tassate al momento della realizzazione, i conti ISK sono soggetti a un'imposta annuale fissa basata sul valore totale del conto, calcolata come percentuale del tasso di prestito del governo svedese. Ciò significa che gli investitori non devono tenere traccia dei singoli guadagni e delle singole perdite o segnalare ogni transazione separatamente, rendendo l'ISK molto interessante per gli investitori a lungo termine.

Uno dei principali vantaggi di ISK' è la sua impareggiabile flessibilità. Il conto non ha limiti di contribuzione, consentendo agli investitori di allocare il capitale come ritengono opportuno senza restrizioni e di investire in azioni, fondi comuni e altri strumenti finanziari negoziati su mercati riconosciuti. Inoltre, i fondi possono essere ritirati in qualsiasi momento senza che ciò comporti ulteriori conseguenze fiscali, in contrasto con molti conti di risparmio fiscalmente agevolati di altri Paesi, come il Plan d'Épargne en Actions (PEA) francese, che limita gli investimenti ai titoli europei.

Inoltre, ISK consente una più ampia selezione di investimenti internazionali. Questo accesso illimitato agli asset internazionali offre maggiori opportunità di diversificazione, riducendo il rischio di concentrazione e aumentando i rendimenti potenziali per gli investitori. Inoltre, incoraggia sia gli investimenti a lungo termine che la gestione della liquidità a breve termine, rendendo l'ISK interessante per un'ampia gamma di risparmiatori.

Il successo dell'ISK è dovuto principalmente alle sue caratteristiche intrinseche, che lo rendono uno degli strumenti di investimento più accessibili e interessanti per gli investitori retail. Il fulcro del suo fascino è la struttura fiscale semplificata. Ciò elimina l'onere amministrativo di tracciare le singole transazioni e consente una gestione del portafoglio senza soluzione di continuità, rendendo l'investimento nei mercati dei capitali molto più efficiente per i privati.

Negli ultimi anni, l'ISK si è diffuso in modo significativo tra le famiglie svedesi, con un patrimonio stimato di 167 miliardi di euro e quasi il 48% della popolazione svedesi che ne possiede uno. Questa adozione diffusa ha contribuito ad aumentare la partecipazione al mercato azionario in Svezia rispetto ad altri Paesi europei. Tuttavia, il trattamento fiscale favorevole dell'ISK ha portato anche a periodici dibattiti politici, con discussioni sull'aumento della tassazione di questi conti per garantire un gettito pubblico equilibrato.

Anche il meccanismo di tassazione automatica di ISK gioca un ruolo chiave nel suo successo. Tassando il valore del conto piuttosto che le plusvalenze realizzate, incentiva il ribilanciamento attivo del portafoglio e scoraggia l'esitazione psicologica che spesso deriva dalla realizzazione di plusvalenze tassabili nei conti di investimento tradizionali. Ciò incoraggia gli investitori ad adottare un approccio a lungo termine senza il disincentivo delle conseguenze fiscali immediate quando si rialloca il patrimonio.

Queste caratteristiche intrinseche, la tassazione piatta e prevedibile, i contributi illimitati, i prelievi senza restrizioni e la flessibilità d'investimento globale, hanno reso ISK uno dei conti d'investimento retail più efficaci e adottati in Europa. Nel complesso, i conti ISK hanno svolto un ruolo cruciale nel migliorare l'alfabetizzazione finanziaria, nel promuovere il risparmio a lungo termine e nell'approfondire i mercati dei capitali svedesi. La loro facilità d'uso e la struttura fiscale favorevole agli investitori ne fanno un punto di riferimento per altri Paesi europei che cercano di incrementare la partecipazione agli investimenti retail.

2.2 Pensioni e assicurazioni

I fondi pensione e le compagnie di assicurazione svedesi svolgono un ruolo dominante nei mercati finanziari del Paese, gestendo attività che superano il 150% del PIL. Il loro orizzonte di investimento a lungo termine e la loro strategia anticiclica garantiscono la stabilità dei mercati finanziari, in quanto mantengono un'allocazione costante del capitale anche durante le fasi di recessione economica. Ciò rende i fondi pensione svedesi non solo una componente cruciale del sistema pensionistico del Paese, ma anche un attore fondamentale per la liquidità del mercato, il finanziamento delle imprese e la crescita economica.

Il sistema pensionistico svedese è un modello ibrido, che mescola investimenti pensionistici pubblici e privati. I fondi AP finanziati dallo Stato (AP1-AP7) fungono da fondi cuscinetto, gestendo le attività per assorbire le fluttuazioni demografiche ed economiche, garantendo la sostenibilità del sistema pensionistico. Parallelamente, le pensioni professionali, erogate attraverso schemi sponsorizzati dai datori di lavoro, sono spesso gestite da compagnie private di assicurazione sulla vita, aggiungendo un ulteriore livello di capitale di investimento al sistema. Questa duplice struttura consente ai singoli individui di indirizzare una parte dei loro contributi pensionistici in fondi azionari e altri veicoli di investimento diversificati, promuovendo la forte cultura svedese del risparmio di fondi e rafforzando un atteggiamento positivo verso gli investimenti azionari tra gli investitori retail.

Con un vasto patrimonio in gestione, i fondi pensione svedesi indirizzano l'allocazione del capitale verso diversi asset, tra cui azioni, obbligazioni, immobili e investimenti alternativi. Första AP-fonden (AP1), uno dei maggiori fondi AP, gestisce circa 496,6 miliardi di corone svedesi (45,5 miliardi di euro), con un portafoglio diversificato a livello globale che comprende azioni pubbliche, titoli a reddito fisso e investimenti in private equity. Analogamente, Sjätte AP-fonden (AP6) è specializzato in private equity non quotato, in linea con il suo mandato di generare rendimenti elevati a lungo termine mantenendo un'adeguata diversificazione del rischio. La capacità dei fondi pensione svedesi di investire in modo ampio li ha posizionati come forza stabilizzatrice dei mercati finanziari, in particolare perché spesso

aumentano gli investimenti durante le fasi di recessione economica, contribuendo ad assorbire la volatilità del mercato.

Oltre ai fondi pensione pubblici, le compagnie di assicurazione svedesi sono anche importanti investitori istituzionali, che investono capitali nei mercati azionari, nei titoli a reddito fisso e in attività alternative come immobili, infrastrutture e private equity. Una caratteristica distintiva degli assicuratori svedesi è il loro impegno nei confronti dei principi di investimento ESG, integrando i criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei loro portafogli. I loro investimenti non si limitano al rendimento, ma sostengono anche la crescita industriale, lo sviluppo delle infrastrutture e le iniziative di sostenibilità. Tuttavia, con una maggiore esposizione alle azioni rispetto a molti altri sistemi pensionistici europei, gli assicuratori e i fondi pensione svedesi devono bilanciare i rendimenti a lungo termine con la volatilità insita nei mercati azionari, soprattutto quando il Paese deve affrontare le sfide dell'invecchiamento della popolazione.

Nonostante la diversificazione, i fondi pensione svedesi hanno registrato un calo dell'allocazione alle azioni, passando dal 13,9% nel 2016 ad appena il 6,2% nel 2023, mentre anche gli investimenti obbligazionari sono diminuiti dal 25,9% al 15,6% nello stesso periodo. Nel frattempo, la quota di investimenti alternativi ("Altro") è cresciuta dal 57,8% a oltre il 76%, riflettendo uno spostamento strategico verso i mercati privati, gli investimenti immobiliari e infrastrutturali. Questa tendenza sottolinea la continua evoluzione del panorama degli investimenti svedesi, in cui le istituzioni pensionistiche e assicurative rimangono fondamentali per dare forma alla stabilità finanziaria e alla crescita economica a lungo termine.

SVEZIA	2020	2021	2022	2023
Cash	1%	1%	2%	2%
Bonds	35%	31%	32%	35%
Equity	45%	52%	51%	49%
Other Investments	19%	16%	14%	13%

fonte: EIOPA

Descrizione. I fondi pensione svedesi rimangono fortemente orientati alle azioni, con il 49% dei portafogli nel 2023. L'allocazione alle alternative ("Altro") è cresciuta fino al 30%, ma è ancora secondaria rispetto alle azioni pubbliche. L'esposizione obbligazionaria rimane limitata al 16,3%, evidenziando la strategia pensionistica svedese relativamente ad alto rischio e orientata alla crescita rispetto ad altri sistemi europei.

Dati assicurativi

SVEZIA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Patrimonio netto	13,9%	11,6%	10,6%	10,6%	10,7%	11,5%	6,4%	6,2%
Obbligazioni	25,9%	24,8%	25,5%	22,7%	20,8%	17,3%	16,7%	15,6%
Contanti	2,4%	2,0%	2,2%	2,0%	2,3%	1,9%	1,9%	2,0%
Altro	57,8%	61,6%	61,8%	64,7%	66,2%	69,3%	75,0%	76,2%

fonte: EIOPA

Descrizione. Gli assicuratori svedesi hanno rispecchiato i trend dei fondi pensione, riducendo le esposizioni azionarie e obbligazionarie a favore di asset alternativi, che ora rappresentano oltre i tre quarti dei portafogli. Questa svolta riflette un' enfasi strategica di lungo periodo sul capitale privato e sugli investimenti allineati ai principi ESG nel panorama istituzionale svedese.

2.3 Tassazione

Il quadro fiscale svedese sostiene un ecosistema finanziario ampio e trasparente, progettato per facilitare la partecipazione delle famiglie ai mercati dei capitali, garantendo al contempo la neutralità tra gli strumenti. I redditi da capitale, compresi i dividendi e le plusvalenze delle azioni quotate, sono tassati con un'aliquota fissa del 30% per le persone fisiche. Per le azioni non quotate, solo cinque sestimi della plusvalenza sono tassabili, con un'aliquota effettiva del 25%. Le perdite in conto capitale sulle azioni quotate sono deducibili dalle plusvalenze, anche se solo il 70% della perdita può essere compensato. In particolare, nel 1991 la Svezia ha abolito l'imposta di bollo sulle transazioni azionarie, riducendo significativamente i costi delle transazioni e aumentando la liquidità dei mercati secondari. La semplicità e la prevedibilità del sistema hanno contribuito alla cultura azionaria attiva del Paese e all'impegno degli investitori retail.

Un'innovazione politica fondamentale è stata l'introduzione del Conto di risparmio per gli investimenti (Investeringssparkonto, o ISK) nel 2012. L'ISK consente alle persone fisiche di investire in azioni e fondi quotati in borsa senza incorrere in imposte sulle plusvalenze o sui dividendi. Al contrario, sul valore medio del conto viene applicata un'imposta forfettaria annuale sul rendimento, calcolata come il 30% di un rendimento nozionale basato sul tasso di prestito governativo più un punto percentuale. L'ISK ha ridotto con successo le barriere amministrative e psicologiche all'investimento azionario, promuovendo una cultura del risparmio e dell'investimento a lungo termine tra le famiglie svedesi. Le riforme previste per il 2025 ne rafforzeranno ulteriormente l'attrattiva esentando dalla tassazione le prime 150.000 corone svedesi detenute in ISK, con un raddoppio dell'esenzione a 300.000 corone svedesi nel 2026. Si prevede che questa politica amplierà la partecipazione dei privati e approfondirà i mercati dei capitali nazionali.

La Svezia offre uno strumento d'investimento parallelo sotto forma di polizze assicurative di dotazione (Kapitalförsäkring), che sono tassate in modo analogo attraverso il modello del rendimento annuo. Queste polizze sono state storicamente utilizzate per l'accumulo di ricchezza a lungo termine e la pianificazione successoria, e anch'esse beneficeranno delle nuove soglie di esenzione introdotte nel 2025 e nel 2026. L'allineamento del trattamento fiscale tra ISK e conti Kapitalförsäkring riflette un più ampio sforzo politico per armonizzare gli incentivi al risparmio e promuovere l'inclusione finanziaria attraverso prodotti di investimento accessibili e trasparenti.

A sostegno delle piccole e medie imprese (PMI), la Svezia ha attuato una serie di misure mirate a stimolare gli investimenti azionari. La deduzione fiscale per gli angel investor, introdotta nel 2013, consente agli investitori privati di dedurre dal reddito imponibile una parte dei loro investimenti in PMI qualificate. Sebbene le valutazioni suggeriscano un impatto aggregato limitato, il regime segnala un impegno politico a promuovere la formazione di capitale iniziale. A questo si aggiunge la Swedish Venture Initiative (SVI), una struttura di fondi sviluppata con il Fondo europeo per gli investimenti per catalizzare l'impiego di capitale di rischio nel settore delle PMI nazionali. Inoltre, le norme svedesi 3:12, in vigore da lungo tempo, prevedono un trattamento fiscale favorevole per i proprietari di società a stretta partecipazione, consentendo di tassare parte del reddito da capitale con un'aliquota preferenziale del 20%, mentre il resto è soggetto all'imposta sul reddito. Questo quadro mira a bilanciare gli incentivi all'imprenditorialità con un trattamento fiscale equo tra i vari tipi di reddito.

La tassazione delle pensioni in Svezia rafforza ulteriormente la strategia di investimento a lungo termine del Paese. Il sistema pensionistico pubblico è finanziato attraverso un'imposta sui salari del 18,5%, di cui il 2,5% è destinato alla Premium Pension (PPM), che consente agli individui di investire in un'ampia gamma di fondi gestiti privatamente. I regimi pensionistici professionali e privati operano secondo un modello di differimento fiscale: mentre i contributi non sono generalmente deducibili dalle tasse, a meno che non esista una pensione professionale, il reddito degli investimenti non viene tassato

fino al momento del ritiro, a quel punto viene tassato come reddito ordinario. Questo approccio favorisce l'attenuazione del rischio intertemporale, la diversificazione delle attività e l'accumulo di capitale a lungo termine, allineandosi agli obiettivi più ampi della Svezia in materia di sicurezza finanziaria e stabilità del mercato.

Insieme, queste politiche formano un quadro fiscale coerente e strategicamente stratificato che combina neutralità, semplicità e incentivi mirati. L'approccio svedese è riuscito a creare un ambiente di investimento caratterizzato da alti livelli di partecipazione retail, afflussi di capitale diversificati e forti canali di finanziamento per le PMI, pilastri fondamentali di un ecosistema finanziario resiliente e inclusivo.

2.4 Aspetti di quotazione

Il quadro svedese per l'approvazione della quotazione e del prospetto è caratterizzato da una chiara divisione delle responsabilità istituzionali, da processi normativi snelli e da un'enfasi equilibrata sull'integrità del mercato e sull'accessibilità degli emittenti. Le istituzioni chiave coinvolte in questo processo sono l'Autorità di vigilanza finanziaria svedese (Finansinspektionen, o SFSA), Nasdaq Stockholm AB ed Euroclear Sweden AB, ognuna delle quali svolge un ruolo distinto ma interconnesso nel consentire la quotazione dei titoli sui mercati regolamentati.

L'Autorità di vigilanza finanziaria svedese è l'ente regolatore principale per l'approvazione dei prospetti, la conformità alla normativa europea sui titoli e la supervisione della condotta del mercato. L'autorità valuta se il prospetto soddisfa i requisiti del regolamento UE sui prospetti, garantendo che tutte le informazioni materiali fornite agli investitori siano complete, coerenti e comprensibili. La SFSA è anche responsabile della supervisione degli emittenti e degli intermediari per garantire la trasparenza, la protezione degli investitori e la stabilità sistemica dei mercati finanziari svedesi.

Il Nasdaq Stockholm, l'operatore della principale borsa valori svedese, gestisce il processo di ammissione alla quotazione. Valuta se le società soddisfano i requisiti di idoneità della borsa, tra cui i risultati finanziari, il governo societario, la preparazione operativa e i controlli interni. La Borsa svolge un ruolo fondamentale nella valutazione della capacità dell'emittente di adempiere agli obblighi di comunicazione e di mantenere la fiducia del mercato. In pratica, il Nasdaq Stockholm agisce come interlocutore principale per le società durante il processo di quotazione, coordinandosi strettamente con la SFSA e i potenziali emittenti per garantire l'allineamento delle procedure.

Euroclear Svezia è il depositario centrale di titoli del Paese, responsabile della registrazione e del regolamento dei titoli. Assicura che le attività post-negoziazione, come i trasferimenti di azioni e la compensazione dei proventi monetari, siano eseguite in modo sicuro ed efficiente, fornendo un'infrastruttura essenziale per sostenere la liquidità del mercato secondario.

Le tempistiche del processo di quotazione e approvazione in Svezia variano in base allo status di mercato dell'emittente e alla sua storia di offerta precedente. In genere, la SFSA richiede dieci giorni lavorativi per esaminare i prospetti delle società che hanno già titoli ammessi alla negoziazione o che hanno precedentemente effettuato offerte pubbliche. Per gli emittenti che si affacciano per la prima volta sul mercato senza tale esperienza, il periodo di revisione standard è di venti giorni lavorativi. Gli emittenti frequenti riconosciuti ai sensi dell'articolo 9.11 del Regolamento UE sul prospetto beneficiano di un processo di revisione accelerato di cinque giorni. Questi tempi dipendono dalla completezza e dall'accuratezza del prospetto. Nei casi di supplementi al prospetto, la SFSA applica un periodo di revisione standard di dieci giorni.

Parallelamente, il processo di revisione e ammissione condotto dal Nasdaq Stockholm dura in genere circa tre mesi. Anche se questa tempistica può essere ridotta per le società che sono ben preparate e che sono state precedentemente sottoposte a un processo di quotazione, il Nasdaq Stockholm effettua una revisione completa per garantire la piena conformità alle regole di quotazione. Gli emittenti possono confrontarsi con la borsa nelle prime fasi del processo per discutere un calendario provvisorio e allineare le aspettative. Sebbene la SFSA non consenta in generale la negoziazione del calendario, il Nasdaq Stockholm consente consultazioni preliminari che possono influenzare il calendario di quotazione, a seconda della preparazione e della complessità della società.

Non vi sono differenze sostanziali nella durata del processo a seconda che l'offerta sia rivolta a investitori retail o istituzionali. Tuttavia, nel caso in cui si preveda la partecipazione di investitori retail, i requisiti di informazione aggiuntivi, in particolare per quanto riguarda i fattori di rischio, l'educazione degli investitori e la distribuzione, possono aumentare l'onere della documentazione, se non la tempistica formale.

La documentazione richiesta per la quotazione al Nasdaq Stockholm è ampia e rispecchia fedelmente le aspettative normative dell'UE. Tra i documenti principali figurano un prospetto conforme al regolamento sul prospetto, i bilanci certificati degli ultimi tre anni, una dichiarazione sul capitale circolante e una relazione finanziaria redatta in conformità alle norme sulle società quotate. Gli emittenti devono anche presentare i verbali delle delibere del consiglio di amministrazione relative alla quotazione, un certificato di distribuzione delle azioni, un impegno scritto a rispettare le regole della borsa e una relazione del revisore della quotazione che valuti la conformità ai criteri di ammissibilità. Inoltre, le società devono fornire informazioni dettagliate su corporate governance, strategia aziendale, controlli interni, senior management e capacità reddituale. È richiesta la prova di un capitale circolante sufficiente per almeno dodici mesi dopo la quotazione, nonché la conferma dell'esistenza di sistemi per la divulgazione tempestiva e accurata di informazioni rilevanti, compresi quelli relativi alla normativa sugli abusi di mercato.

Questo quadro istituzionale riflette l'impegno della Svezia a mantenere un elevato livello di trasparenza e coerenza normativa, consentendo al contempo un accesso dinamico ai mercati dei capitali. La combinazione di chiarezza normativa, efficienza procedurale e impegno precoce degli emittenti contribuisce alla reputazione del Paese come uno degli ambienti di quotazione pubblica più funzionali e inclusivi d'Europa.

3. Regno Unito

Il Regno Unito opera secondo un modello finanziario liberale, che enfatizza il libero mercato, la deregolamentazione e l'integrazione finanziaria globale. I vivaci mercati dei capitali consentono alle imprese di accedere a diverse fonti di finanziamento, riducendo la dipendenza dalle banche. In questa sezione ci concentriamo sugli incentivi fiscali, sull'ascesa dei mega-fondi pensione e sui prodotti incentrati sulle azioni come i Venture Capital Trusts (VCT) e gli Individual Savings Account (ISA).

I mercati finanziari del Regno Unito sono incentrati sulla London Stock Exchange (LSE), una delle borse valori più antiche e importanti del mondo. Offre una gamma diversificata di mercati, tra cui il Main Market, che ospita le maggiori società del Regno Unito, e l'Alternative Investment Market (AIM), che offre opportunità di raccolta di capitali per le imprese più piccole e in forte crescita. I principali indici azionari del Regno Unito comprendono il FTSE 100, che rappresenta le 100 maggiori società quotate in borsa, il FTSE 250, che copre le aziende di medie dimensioni, e il FTSE AIM All-Share, che segue le aziende più piccole.

Il mercato britannico è altamente istituzionalizzato, con fondi pensione, gestori patrimoniali, compagnie assicurative e hedge fund che ricoprono un ruolo dominante. L'ecosistema finanziario londinese beneficia di una grande liquidità e della partecipazione di investitori globali, con gli investitori stranieri che detengono una quota significativa delle azioni quotate nel Regno Unito. Tuttavia, negli ultimi anni si è assistito a un calo degli investimenti azionari nazionali, con i fondi pensione britannici che hanno ridotto la loro esposizione ai titoli domestici a favore di una diversificazione internazionale. Gli sforzi per rivitalizzare il mercato includono le Riforme di Edimburgo, una serie di iniziative normative post-Brexit volte a migliorare la competitività del Regno Unito come centro finanziario. Inoltre, il governo britannico ha proposto il British ISA nel 2024, uno strumento di risparmio fiscalmente agevolato progettato per incoraggiare gli investimenti retail in titoli azionari quotati nel Regno Unito, riflettendo una spinta più ampia a riaccendere la partecipazione al mercato azionario nazionale.

Londra rimane un leader globale nell'asset management, con il settore che rappresentava circa 10.000 miliardi di sterline di asset nel 2023. Il Regno Unito ospita un ampio mix di clienti istituzionali e retail, con compagnie assicurative, fondi pensione e fondi sovrani che rappresentano oltre il 70% del patrimonio totale in gestione (AuM). Nonostante le sfide, come il calo del numero di quotazioni a Londra e la concorrenza dei mercati statunitensi, il Regno Unito continua ad attrarre capitali globali, in particolare in settori come la tecnologia, le energie rinnovabili e i servizi finanziari.

La Financial Conduct Authority (FCA) è il principale organo di regolamentazione che vigila sui mercati finanziari del Regno Unito. Essa applica gli standard di trasparenza, corporate governance e protezione degli investitori, garantendo l'integrità del mercato. Il Regno Unito aderisce anche alla normativa MiFID II, nonostante l'uscita dall'UE, mantenendo l'allineamento con le best practice finanziarie internazionali. Inoltre, la Prudential Regulation Authority (PRA) vigila sulle istituzioni finanziarie, garantendo la stabilità dei settori bancario e della gestione patrimoniale. Con gli adeguamenti normativi e le riforme di mercato in corso, il Regno Unito sta lavorando attivamente per rafforzare i suoi mercati dei capitali, aumentare la liquidità e sostenere il suo status di principale centro finanziario globale.

Recentemente, diverse società hanno scelto di quotarsi a New York piuttosto che a Londra, sollevando preoccupazioni circa la competitività di Londra nell'attrarre le grandi imprese. Questa tendenza riflette le sfide più ampie che il settore finanziario londinese deve affrontare, tra cui gli ostacoli normativi, i problemi di liquidità del mercato e l'impatto della Brexit.

3.1 ISA

L'Individual Savings Account (ISA) è un conto di risparmio e di investimento a regime fiscale agevolato introdotto nel 1999 per incoraggiare i risparmi e gli investimenti delle famiglie offrendo rendimenti esenti da imposte. A differenza dei conti di investimento standard, dove le plusvalenze, i dividendi e gli interessi sono soggetti a tassazione, gli ISA proteggono questi guadagni dall'imposta sul reddito e sulle plusvalenze, rendendoli un'opzione molto interessante per i risparmiatori e gli investitori.

Un vantaggio fondamentale degli ISA è la loro flessibilità. Il limite annuale di contribuzione per l'anno fiscale 2024/25 è di 20.000 sterline, che possono essere ripartite tra diversi tipi di ISA, tra cui i Cash ISA, che offrono interessi esenti da imposte, gli Stock and Shares ISA, che consentono di investire in azioni e fondi, gli Innovative Finance ISA per i prestiti peer-to-peer, e i Lifetime ISA, pensati per gli acquirenti di una prima casa e per i risparmi pensionistici con un bonus governativo del 25% sui contributi. In genere i fondi possono essere ritirati in qualsiasi momento, anche se i Lifetime ISA impongono penali per i prelievi anticipati.

A differenza dei conti fiscalmente agevolati di altri Paesi, come l'ISA francese, gli ISA non impongono restrizioni geografiche agli investimenti. Tuttavia, hanno limiti di contribuzione annuale più severi, a differenza dell'ISK svedese, che non ha alcun tetto. Gli ISA sono diventati una pietra miliare del risparmio delle famiglie del Regno Unito, con quasi 750 miliardi di sterline di attività e oltre il 45% della popolazione che possiede un ISA. La loro ampia adozione ha sostenuto il risparmio e l'investimento a lungo termine, anche se il governo rivede periodicamente le regole, in particolare per quanto riguarda i limiti di contribuzione e l'efficienza fiscale, per bilanciare la politica fiscale con gli incentivi agli investitori.

Nel complesso, gli ISA svolgono un ruolo fondamentale nel favorire la sicurezza finanziaria, promuovere la cultura dell'investimento e aumentare la partecipazione ai mercati dei capitali. La loro efficienza fiscale e le ampie opzioni di investimento li rendono un modello per quei Paesi che vogliono incrementare il risparmio retail e la partecipazione azionaria.

3.2 Fondo di capitale di rischio

Il Venture Capital Trust (VCT) è un veicolo di investimento britannico introdotto nel 1995 per incoraggiare gli investimenti privati in piccole imprese a forte crescita. Concepiti per fornire capitale alle imprese early-stage che potrebbero avere difficoltà a ottenere finanziamenti tradizionali, i VCT offrono agli investitori notevoli incentivi fiscali in cambio dell'assunzione di rischi di investimento più elevati. Questi trust funzionano in modo simile ai fondi d'investimento, riunendo i capitali degli investitori e distribuendoli in un portafoglio di società qualificate, in genere non quotate o negoziate sull'Alternative Investment Market (AIM).

Una delle principali attrattive delle VCT è la loro efficienza fiscale. Gli investitori possono beneficiare di uno sgravio fiscale del 30% sugli investimenti fino a 200.000 sterline per anno fiscale, a condizione che detengano le azioni per almeno cinque anni. Inoltre, i dividendi delle VCT sono esenti da imposte, offrendo così un interessante flusso di reddito, mentre le plusvalenze sulla vendita delle azioni VCT sono anch'esse esenti da imposte. Questi vantaggi rendono le VCT particolarmente interessanti per i contribuenti con aliquota più elevata che desiderano mitigare i propri oneri fiscali e al contempo acquisire un'esposizione al tessuto imprenditoriale del Regno Unito.

Nonostante questi vantaggi, le VCT comportano rischi intrinseci a causa della loro focalizzazione sulle imprese early-stage, che spesso presentano redditività incerta e tassi di fallimento più elevati. I rendimenti possono essere volatili e, mentre alcuni VCT hanno ottenuto performance significative nel

lungo periodo, altri hanno faticato a mantenere una crescita costante. Il settore ha registrato fluttuazioni nella raccolta di fondi, con 1.001 miliardi di sterline raccolti nell'anno fiscale 2022-23, un calo del 10% rispetto all'anno precedente, che riflette le sfide economiche più ampie e la cautela degli investitori.

Ciononostante, il governo britannico ha rafforzato il proprio impegno nei confronti delle VCT, estendendo le disposizioni in materia di sgravi fiscali fino all'aprile 2035 per garantire un sostegno costante alle piccole imprese e all'innovazione. Questo sostegno a lungo termine sottolinea il ruolo delle VCT nel promuovere la crescita economica, indirizzando il capitale privato verso le aziende che favoriscono la creazione di posti di lavoro e il progresso tecnologico. Sebbene i VCT rimangano un'interessante opzione di investimento fiscalmente efficiente, i potenziali investitori dovrebbero valutare attentamente i rischi, in particolare la natura illiquida di questi investimenti e il potenziale di perdita di capitale. È consigliabile consultare un consulente finanziario per valutarne l'idoneità nell'ambito di una strategia di investimento più ampia.

3.3 Incentivi fiscali

La struttura e la generosità degli incentivi fiscali svolgono un ruolo centrale nel plasmare la partecipazione delle famiglie e degli investitori istituzionali ai mercati dei capitali. Nel Regno Unito, l'interazione tra il trattamento delle plusvalenze, la tassazione del reddito, i conti protetti dalle imposte e gli sgravi specifici per le PMI e gli investimenti early-stage costituiscono un'architettura politica relativamente sofisticata, progettata per incanalare i risparmi verso strumenti azionari produttivi.

Storicamente, l'Alternative Investment Market (AIM) del Regno Unito è stato un punto di riferimento per tali incentivi fiscali. Le azioni AIM, se detenute per più di due anni, potevano beneficiare di un regime di Business Property Relief (BPR) completo, che le esentava di fatto dall'imposta di successione (IHT). Questo quadro ha incrementato in modo significativo le partecipazioni a lungo termine in aziende più piccole e orientate alla crescita, rafforzando un segmento di mercato altrimenti vulnerabile alla scarsità di capitale. Tuttavia, in base alle riforme introdotte nel Budget 2024, lo sgravio dell'imposta di successione sulle azioni AIM sarà ridotto al 50% dall'aprile 2026, introducendo di fatto un onere IHT del 20% sugli investimenti qualificati. Un nuovo limite di 1 milione di sterline per gli sgravi combinati sulle proprietà aziendali e agricole limita ulteriormente la portata potenziale dell'esenzione. Si prevede che queste misure smorzino l'interesse degli investitori di lungo corso per le azioni AIM e potrebbero avere implicazioni negative per la liquidità e le dinamiche di raccolta fondi delle PMI nel Regno Unito.

Più in generale, il codice fiscale del Regno Unito continua a offrire incentivi sostanziali all'investimento azionario da parte degli investitori retail. Le plusvalenze sulle azioni quotate in borsa sono tassate al 18% per i contribuenti con aliquota di base e al 24% per i contribuenti con aliquota più elevata, fatta salva la franchigia annuale CGT (3.000 sterline) e le compensazioni per le perdite di capitale. I redditi da dividendi, pur essendo soggetti all'imposta sul reddito al di là di una franchigia annuale di 500 sterline, sono tassati ad aliquote progressive: 8,75% (base), 33,75% (superiore) e 39,35% (contribuenti con aliquota aggiuntiva). Queste aliquote fiscali costituiscono un regime relativamente efficiente rispetto agli standard continentali, ma non mettono gli investitori al riparo dalla volatilità o dalla complessità amministrativa.

È importante notare che la politica fiscale del Regno Unito prevede meccanismi di esenzione fiscale completa su guadagni e redditi, in particolare attraverso la struttura degli Individual Savings Account (ISA). Gli investitori retail possono investire fino a 20.000 sterline all'anno in una serie di tipi di ISA, compresi gli ISA azionari, con tutti i rendimenti sul capitale e i dividendi al riparo dalle imposte. Questi strumenti sono particolarmente efficaci per incanalare i risparmi delle famiglie a lungo termine nei mercati azionari, senza incorrere nell'imposta sulle plusvalenze o sul reddito e senza obblighi di

rendicontazione. Il sistema ISA espande in modo significativo la partecipazione dei privati ai mercati pubblici e costituisce un utile punto di riferimento per la progettazione di strumenti simili in altre giurisdizioni, come l'Italia.

Una via parallela per gli investimenti fiscalmente agevolati è rappresentata dal già citato Venture Capital Trust (VCT), dall'Enterprise Investment Scheme (EIS) e dal Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS). Questi schemi sono esplicitamente concepiti per attrarre capitale retail in PMI early-stage e ad alto rischio. In base alle condizioni di ammissibilità, l'EIS offre uno sgravio fiscale del 30% sul reddito e l'esenzione dall'imposta sulle plusvalenze per investimenti fino a 1 milione di sterline all'anno (estendibile a 2 milioni di sterline per le imprese ad alta intensità di conoscenza). Il SEIS offre uno sgravio fiscale del 50% sul reddito fino a 200.000 sterline di investimenti, mentre i VCT offrono uno sgravio fiscale del 30% sul reddito e dividendi esenti da imposte. Le azioni VCT devono essere detenute per un minimo di cinque anni e le società partecipate devono soddisfare criteri rigorosi in materia di rischio, dimensioni e attività commerciale. Insieme, questi schemi formano un ecosistema completo di incentivi fiscali mirati alle PMI che sostengono la formazione di capitale di rischio, riducono l'esposizione al rischio per gli investitori e ampliano la base di finanziamento per le imprese orientate all'innovazione.

Il Regno Unito incentiva la proprietà imprenditoriale anche attraverso il Business Asset Disposal Relief (BADR), precedentemente Entrepreneurs' Relief. Questo regime consente una riduzione dell'aliquota d'imposta sulle plusvalenze (14% dall'aprile 2025, con un aumento al 18% nel 2026) su un massimo di 1 milione di sterline di plusvalenze qualificate. Lo sgravio è disponibile per le persone fisiche che sono funzionari o dipendenti della società, a condizione che abbiano detenuto almeno il 5% dei diritti economici e di voto per un periodo di due anni. Pur avendo un ambito di applicazione più ristretto rispetto agli EIS/SEIS, il BADR svolge un ruolo fondamentale nel sostenere la crescita guidata dai fondatori e nel facilitare la successione della proprietà.

Oltre agli strumenti azionari diretti, il Regno Unito offre anche incentivi al risparmio attraverso prodotti legati alle assicurazioni. Le polizze di assicurazione sulla vita qualificate - quelle con una durata di almeno 10 anni e con pagamenti regolari di premi emessi nel Regno Unito - beneficiano del differimento della tassazione personale, con l'assicuratore tassato al 20% e le persone fisiche generalmente protette da un'ulteriore imposta sul reddito, a meno che non siano contribuenti ad aliquota più alta o aggiuntiva. Le polizze non qualificate, tipicamente emesse all'estero, beneficiano del roll-up lordo durante la durata della polizza, ma comportano un'imposta sul reddito al momento del ritiro. Gli investitori retail possono inoltre prelevare annualmente fino al 5% del loro investimento senza incorrere in imposte immediate, grazie a un meccanismo di tassazione differita. Questi strumenti consentono alle famiglie di accumulare risparmi nel tempo con una parziale protezione dalla tassazione corrente, anche se la loro integrazione nei mercati dei capitali rimane più indiretta rispetto ai sistemi basati sulle azioni.

Il risparmio previdenziale, forse il motore più significativo dell'accumulo di capitale a lungo termine, è incentivato anche dalle generose disposizioni fiscali del Regno Unito. Gli individui possono contribuire fino a 60.000 sterline all'anno a un piano pensionistico registrato (soggetto a riduzione per i lavoratori con reddito elevato) e dall'aprile 2024 non è più previsto un limite a vita per l'importo che può essere risparmiato in esenzione fiscale. La crescita dei fondi pensione è completamente esente dall'imposta sul reddito e sulle plusvalenze e il 25% dei fondi accumulati può essere prelevato in esenzione d'imposta al momento del pensionamento, fino a un massimo di 267.275 sterline. I piani pensionistici stessi non sono tassati sui rendimenti degli investimenti, a meno che non svolgano attività di trading. Questa struttura favorisce la formazione di capitale paziente e incoraggia l'allocazione ad attività di lunga durata, tra cui azioni, infrastrutture e alternative, sostenendo la profondità del mercato dei capitali e la stabilità della ricchezza intergenerazionale.

Nel complesso, la strategia fiscale a più livelli del Regno Unito, che combina veicoli d'investimento favorevoli ai privati, sgravi fiscali per le successioni, esenzioni fiscali per le PMI e differimento delle pensioni, crea un ambiente estremamente favorevole per convogliare i risparmi sia dei privati che degli istituzionali nei mercati pubblici. Sebbene le recenti modifiche agli sgravi IHT legati all'AIM possano ridurre gli incentivi per alcuni investitori a lungo termine, il quadro generale rimane uno dei più completi in Europa. Per l'Italia e gli altri Stati membri dell'UE che cercano di espandere la partecipazione azionaria delle famiglie e la formazione di capitale delle PMI, il modello britannico offre un solido punto di riferimento per integrare la politica fiscale con lo sviluppo del mercato dei capitali.

3.4 Quadro di riferimento per la quotazione e l'approvazione del prospetto nel Regno Unito

Il quadro normativo del Regno Unito per le quotazioni pubbliche riflette un approccio maturo e coordinato a livello istituzionale all'accesso al mercato dei capitali. Il processo è supervisionato congiuntamente dalla Financial Conduct Authority (FCA), dalla Borsa di Londra (LSE) e da Euroclear UK & Ireland (EUI), ognuna delle quali svolge un ruolo distinto ma interconnesso nel garantire l'integrità del mercato, la protezione degli investitori e l'efficiente regolamento delle transazioni.

La FCA agisce in qualità di autorità competente per la revisione e l'approvazione dei prospetti ai sensi del Regolamento sui prospetti del Regno Unito. Supervisiona il Listino Ufficiale, controlla l'osservanza degli obblighi informativi e garantisce che gli emittenti soddisfino gli standard normativi necessari per la protezione degli investitori. Il ruolo della FCA è particolarmente importante nell'approvazione della documentazione che consente l'offerta di titoli al pubblico o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato.

La Borsa di Londra, in qualità di gestore del Main Market e dell'Alternative Investment Market (AIM), supervisiona l'ammissione dei titoli alla negoziazione. Esegue una propria verifica dell'idoneità di un richiedente, valutando fattori quali i risultati finanziari, le strutture di governance e i controlli interni. In questa veste, il LSE funge da guardiano del mercato, assicurando che solo le società con sufficiente maturità e trasparenza entrino nel pubblico dominio.

Euroclear UK & Ireland è il depositario centrale di titoli del Regno Unito. Facilita il regolamento delle transazioni in strumenti quotati in borsa e gestisce il registro dei titoli, consentendo il trasferimento senza soluzione di continuità della proprietà a seguito di transazioni eseguite sul LSE.

Le tempistiche per la quotazione e l'approvazione variano a seconda della preparazione dell'emittente e della complessità dell'offerta. L'esame del prospetto da parte della FCA richiede in genere 10 giorni lavorativi per la prima presentazione e 5 giorni lavorativi per le successive. Gli emittenti considerati "frequent filers" possono beneficiare di procedure accelerate. Per quanto riguarda l'LSE, non esiste una tempistica standard, ma il processo di ammissione può variare da alcune settimane ad alcuni mesi, a seconda che l'emittente si stia quotando sul Main Market o sull'AIM e che abbia già effettuato offerte pubbliche. Le società con precedenti esperienze di quotazione possono beneficiare di un processo più snello, anche se non esiste una designazione formale "fast-track" equivalente a quella offerta dal Nasdaq Stockholm.

La negoziazione dei tempi è limitata presso l'FCA, che generalmente si attiene a periodi di revisione standardizzati. Tuttavia, il LSE incoraggia un impegno precoce con i potenziali emittenti per allineare le aspettative, le fasi del processo e le tempistiche provvisorie. Gli incontri tra le società e i rappresentanti dell'LSE sono spesso utilizzati per chiarire i requisiti, ridurre i ritardi e allineare il calendario di quotazione con la preparazione operativa. In particolare, non vi è alcuna differenziazione

nelle tempistiche del processo a seconda che l'offerta sia rivolta a investitori retail o istituzionali, sebbene le offerte che prevedono la partecipazione di investitori retail possano richiedere informazioni aggiuntive, in particolare nel prospetto.

La documentazione richiesta per la quotazione su un mercato regolamentato del Regno Unito è completa e riflette l'enfasi del mercato sulla regolamentazione basata sulla divulgazione. Gli emittenti devono presentare un prospetto pienamente conforme alla normativa britannica sui prospetti. Questo include bilanci certificati relativi ad almeno gli ultimi tre anni, una dichiarazione sul capitale circolante che attesti la sufficienza finanziaria per un periodo previsionale di 12 mesi, informazioni sulla corporate governance e informazioni dettagliate sulla gestione, sui controlli interni e sui sistemi di conformità. Ulteriori requisiti sono le delibere del consiglio di amministrazione che autorizzano la quotazione, le conferme legali, i moduli di richiesta di quotazione e la relazione dello sponsor (per il Main Market) o del Nomad (per l'AIM), che valuta in modo indipendente l'idoneità dell'emittente alla quotazione pubblica.

Questa architettura di processo serve a garantire che le società quotate soddisfino standard rigorosi prima di accedere ai mercati dei capitali del Regno Unito. Inoltre, riflette l'impegno di lunga data del Regno Unito nel bilanciare la protezione degli investitori con l'efficienza del mercato. Mantenendo chiari i ruoli delle sue istituzioni di vigilanza, operative e di regolamento, il Regno Unito offre un percorso altamente trasparente e credibile alle società che cercano di raccogliere capitali attraverso il public equity.

3.5 Pensioni, megafondi e assicurazioni

Il panorama pensionistico del Regno Unito è caratterizzato da un consistente mercato di fondi pensione privati, che gestiscono asset per un totale di circa 2,5 trilioni di sterline. I fondi pensione britannici sono tra i maggiori bacini di capitale in Europa e le loro strategie di investimento influenzano in modo significativo diverse asset class, tra cui azioni, obbligazioni e immobili, incidendo così sulla liquidità del mercato e sul finanziamento delle imprese.

Storicamente, i fondi pensione britannici sono stati importanti investitori in azioni nazionali. Tuttavia, la loro allocazione alle azioni del Regno Unito è diminuita notevolmente negli ultimi decenni. In particolare, l'allocazione è scesa dal 53% degli anni precedenti al 6% circa degli ultimi tempi. Questa tendenza ha suscitato discussioni sulla possibilità di rivitalizzare il mercato azionario londinese incoraggiando un aumento degli investimenti dei fondi pensione in azioni nazionali.

In risposta a questi sviluppi, il governo britannico ha proposto di consolidare 86 schemi pensionistici degli enti locali in otto grandi "megafondi" entro il 2030, ciascuno dei quali gestirà circa 50 miliardi di sterline. Questo consolidamento mira a sbloccare 80 miliardi di sterline da investire nelle imprese e nelle infrastrutture del Regno Unito, ispirandosi ai modelli di successo di Paesi come il Canada e l'Australia, dove i fondi pensione più grandi hanno investito efficacemente in infrastrutture e private equity. I benefici attesi da questa iniziativa comprendono una maggiore stabilità dei mercati finanziari, un aumento degli investimenti infrastrutturali a lungo termine e lo stimolo della crescita economica. Tuttavia, alcuni fondi pensione esistenti hanno espresso riserve sulla fusione, sostenendo che rimanere indipendenti consente loro di fornire un valore migliore. Sono in corso discussioni e consultazioni per affrontare queste preoccupazioni e perfezionare la strategia di consolidamento.

Anche l'asset allocation dei fondi pensione britannici si è evoluta nel tempo. Secondo i dati dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), la distribuzione degli attivi tra obbligazioni, azioni e altre categorie si è spostata tra il 2020 e il 2023:

PENSIONI REGNO UNITO	2020	2021	2022	2023
Obbligazioni	69,20%	72,00%	71,60%	68,90%
Patrimonio	20,40%	19,00%	19,50%	18,00%
Cassa + altri	10,40%	9,10%	8,90%	13,10%

Fonte: Think Ahead Institute: Istituto Think Ahead

Descrizione. I fondi pensione britannici rimangono fortemente ponderati verso le obbligazioni, con il 68,9% del patrimonio allocato al reddito fisso nel 2023, mentre l'esposizione azionaria è scesa al 18%. Un notevole aumento della liquidità e degli asset alternativi (13,1%) suggerisce uno spostamento verso la liquidità e la diversificazione in un contesto di evoluzione delle condizioni di mercato e di spinta al consolidamento dei megafondi pensione.

Questi dati indicano una preferenza costante per le obbligazioni, mentre le azioni rappresentano una parte minore del portafoglio d'investimento. L'aumento della categoria "Liquidità e altro" nel 2023 suggerisce un cambiamento strategico, che potrebbe riflettere un approccio di investimento più cauto o una riallocazione verso attività alternative.

Oltre ai fondi pensione, le compagnie di assicurazione britanniche svolgono un ruolo fondamentale come investitori istituzionali, contribuendo in modo significativo ai mercati finanziari. Sono investitori importanti in azioni, obbligazioni e mercati privati, sfruttando sofisticati prodotti di gestione del rischio e beneficiando di un'elevata liquidità del mercato. Questa integrazione sottolinea l'interconnessione dell'ecosistema finanziario del Regno Unito, dove le decisioni di investimento delle compagnie assicurative influenzano i mercati pubblici, lo sviluppo delle infrastrutture e le asset class alternative.

ASSICURAZIONE REGNO UNITO	2020	2021	2022	2023
Cassa	9%	9%	10 %	10 %
Obbligazioni	50%	49%	46%	49%
Patrimonio	8%	7%	8%	5%
Altro	33%	35%	36%	36%

fonte: Banca di Inghilterra

Descrizione. Le compagnie assicurative britanniche hanno gradualmente ridotto l'esposizione azionaria fino a raggiungere appena il 5,1% entro il 2023, mantenendo una forte allocazione obbligazionaria (~49%). La crescente quota di investimenti "Altri", attualmente pari al 36%, indica una tendenza alla diversificazione verso infrastrutture, private equity e attività reali, in linea con le strategie del settore orientate alle passività a lungo termine.

Nel complesso, i settori pensionistico e assicurativo del Regno Unito sono parte integrante della stabilità finanziaria e della crescita economica del Paese. Le riforme in corso e i cambiamenti strategici nell'allocazione degli asset sono destinati a rafforzare il loro contributo all'economia nazionale, garantendo al contempo la sostenibilità a lungo termine dei fondi pensionistici e assicurativi.

3.6 Problemi di IPO

Negli ultimi anni, un numero crescente di società, in particolare nei settori tecnologico e fintech, ha scelto di quotarsi nelle borse statunitensi, come il Nasdaq e il NYSE, anziché nella Borsa di Londra (LSE). Questa tendenza è dovuta a diversi fattori chiave che rendono gli Stati Uniti una destinazione più attraente per le imprese a forte crescita in cerca di capitali, visibilità e fiducia degli investitori.

Uno dei principali vantaggi della quotazione negli Stati Uniti è la maggiore liquidità e le valutazioni più elevate che le società possono ottenere. Il Nasdaq e il NYSE consentono l'accesso a una base di investitori significativamente più ampia, offrendo volumi di negoziazione sostanziali e un maggiore potenziale di capitalizzazione di mercato. Ciò è particolarmente interessante per le imprese tecnologiche che necessitano di finanziamenti su larga scala e di una partecipazione attiva al mercato secondario. Inoltre, il quadro normativo statunitense è ampiamente percepito come più accomodante per le aziende in forte crescita, con processi di quotazione semplificati e requisiti informativi che rispondono alle esigenze delle aziende in rapida espansione. Rispetto all'Europa, il mercato statunitense è stato storicamente più flessibile nel consentire strutture azionarie a doppia classe, che permettono ai fondatori delle società di mantenere il controllo anche dopo la quotazione in borsa, una struttura preferita da molti imprenditori tecnologici.

Un altro fattore cruciale è la cultura degli investitori negli Stati Uniti, da tempo più attenti agli investimenti in tecnologia e fintech. Gli investitori istituzionali e retail americani hanno un'ampia esperienza nel sostegno di aziende in forte crescita e orientate all'innovazione, garantendo alle società tecnologiche il riconoscimento del mercato e i premi di valutazione che cercano. La presenza di fondi e analisti specializzati nel settore tecnologico aumenta ulteriormente l'attrattiva di una quotazione negli Stati Uniti, in quanto le aziende possono attrarre capitali mirati da parte di investitori che conoscono i loro modelli di business e le loro traiettorie di crescita.

Oltre agli Stati Uniti, Londra deve affrontare anche l'intensa concorrenza di hub finanziari globali come Singapore e Hong Kong, che offrono mercati dei capitali profondi e sofisticati ecosistemi per i settori emergenti come l'intelligenza artificiale, le fintech e le criptovalute. Queste città offrono un migliore accesso agli investitori istituzionali globali, assicurando che le società beneficino di volumi di negoziazione più elevati, di una migliore liquidità e di una maggiore visibilità del mercato azionario. Inoltre, l'ascesa di Amsterdam come centro finanziario europeo dopo la Brexit ha messo ulteriormente in discussione il ruolo di Londra, in particolare perché il mercato olandese è diventato la destinazione preferita per le società che cercano una quotazione europea con un'infrastruttura di trading efficiente.

Anche la globalizzazione della finanza e i progressi della tecnologia di trading hanno svolto un ruolo significativo in questo cambiamento. La possibilità di negoziare a livello internazionale in tempo reale, unita all'aumento delle strategie di trading algoritmico e ad alta frequenza (HFT), ha reso più attraenti alcuni hub finanziari, come Amsterdam, New York e Hong Kong. Questi mercati offrono bassi costi di transazione, solide infrastrutture di scambio e un'esperienza di trading digitale senza soluzione di continuità, rendendoli sempre più competitivi rispetto a Londra.

Sebbene la Brexit abbia accelerato alcuni di questi trend, le sfide di fondo che i mercati dei capitali londinesi devono affrontare erano già in atto prima dell'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea. Le società che stanno considerando un'IPO o una quotazione secondaria valutano sempre più spesso fattori come la profondità del mercato, la familiarità degli investitori con il loro settore e la facilità di accesso ai capitali. In questo contesto, gli hub finanziari che offrono una liquidità superiore, una portata globale e una base di investitori più dinamica continueranno a dominare il panorama, lasciando a Londra una feroce battaglia per mantenere la sua posizione di prima destinazione di quotazione.

Gli indicatori

Questo capitolo analizza sette indicatori/aspetti di ciascun ecosistema finanziario (Francia, Svezia, Regno Unito e Italia) e fornisce una valutazione comparativa degli elementi finanziari chiave di questi quattro Paesi, con l'obiettivo di identificare i quadri e gli elementi chiave che potrebbero rimodellare l'ecosistema finanziario italiano. In particolare, il mercato pubblico di ciascun Paese viene analizzato in termini di occupazione, ricavi, market cap e un'analisi approfondita delle IPO. Uno sguardo più approfondito viene dato agli investitori di ciascun Paese, spiegando come la proprietà e il capitale siano distribuiti per ogni tipo di investimento. Il capitolo confronta la presenza e l'attività dei broker in ogni ecosistema finanziario e mostra un'analisi della liquidità degli indici CAC 40 (Francia), FTSE 100 (Regno Unito), FTSE MIB (Italia) e OMXS 30 (Svezia) che ritraggono ogni economia. Infine, evidenzia l'allocazione dei fondi pensione e degli asset assicurativi in Francia, Italia, Svezia e Regno Unito e conclude con un approfondito confronto tra i conti di risparmio PEA della Francia, ISA del Regno Unito, ISK della Svezia e PIR dell'Italia.

1. I mercati come bene pubblico

1.1 Occupazione e famiglie

Negli ultimi anni le società quotate in borsa in Europa hanno rappresentato una fonte costante di occupazione per la forza lavoro dei Paesi. In Francia, il numero totale di dipendenti delle società quotate alla Borsa di Parigi è cresciuto da 7,6 milioni nel 2018 a 8,4 milioni nel 2023, arrivando a occupare circa il 30% della forza lavoro. A Stoccolma, invece, si è assistito a un aumento costante della percentuale di forza lavoro impiegata nelle società quotate in borsa, rafforzando l'impressionante performance di mercato di Stoccolma. Il numero di dipendenti è cresciuto da 1,8 milioni nel 2018 a quasi 2 milioni nel 2023, costituendo oltre il 41% della forza lavoro svedese. L'ampia percentuale di forza lavoro impiegata dalle società del mercato azionario segnala l'importanza dei titoli azionari non solo nei mercati finanziari svedesi, ma anche nel panorama economico generale.

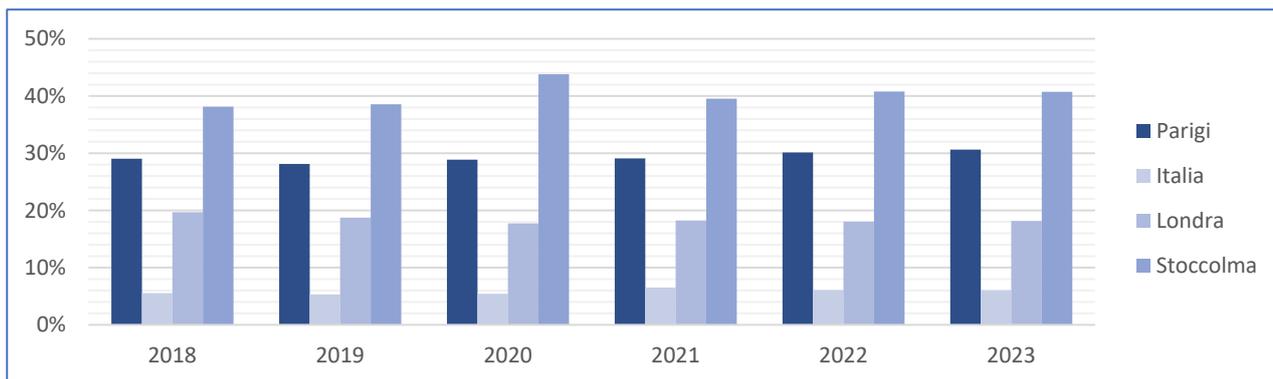
A sua volta, in linea con il prolungato declino della Borsa di Londra (LSE), si è registrato un calo dell'occupazione nelle società quotate al LSE. Dal 2018, la percentuale di forza lavoro impiegata nelle società quotate è passata dal 20% al 18%, con un calo di 300 mila unità.

Le società quotate in Italia, invece, impiegano solo il 6% della forza lavoro totale, con una stagnazione dell'occupazione nelle società quotate negli ultimi anni. Rispetto ad altri Paesi europei in cui le società quotate in borsa svolgono un ruolo fondamentale nel fornire opportunità di lavoro, l'Italia rappresenta un'eccezione in cui il mercato azionario svolge un ruolo meno significativo nel mercato del lavoro. Una forte performance dei mercati finanziari si traduce non solo in effetti positivi sul piano finanziario, ma anche come catalizzatore per l'aumento delle opportunità di lavoro.

FIG. 1. Numero totale di dipendenti delle società quotate in borsa - Numero di totale di dipendenti delle società quotate in borsa in % dell'occupazione totale di un paese

Exchange	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Paris	7 676 436	7 459 958	7 623 804	7 787 075	8 200 272	8 390 527
<i>% Tot. Emp</i>	29%	28%	29%	29%	30%	31%
Italy	1 233 664	1 190 734	1 175 372	1 417 803	1 353 757	1 375 051
<i>% Tot. Emp</i>	6%	5%	5%	7%	6%	6%
London	6 365 251	6 146 892	5 890 698	5 900 337	5 914 029	6 041 587
<i>% Tot. Emp</i>	20%	19%	18%	18%	18%	18%
Stockholm	1 804 766	1 832 713	2 054 297	1 864 884	1 973 906	1 995 934
<i>% Tot. Emp</i>	38%	39%	44%	40%	41%	41%

Fonte: Orbis, Eurostat

FIG. 2. Numero totale di dipendenti delle società quotate in borsa in % dell'occupazione totale di un paese

Note. Dati sul numero di dipendenti estratti da Orbis. I dati sui dipendenti comprendono tutti i dipendenti di una determinata società, anche quelli impiegati al di fuori del Paese in cui la società è quotata. Il campione di aziende comprende solo le società quotate in borsa in Francia, Italia, Regno Unito e Svezia a marzo 2025 e non tiene conto delle cancellazioni e delle nuove quotazioni nel periodo 2018-2023. L'occupazione totale di un Paese prende in considerazione la fascia di età compresa tra i 20 e i 64 anni.

Descrizione. Le società quotate in Svezia impiegano oltre il 41% della forza lavoro nazionale, sottolineando la profonda integrazione dei mercati dei capitali nell'economia reale, rispetto ad appena il 6% in Italia. Mentre Francia e Regno Unito mostrano una moderata dipendenza dalle imprese quotate in borsa per l'occupazione, l'Italia si distingue per l'impronta minima del mercato azionario, evidenziando la predominanza di imprese private e finanziate dalle banche.

1.2 Ricavi totali

La performance finanziaria delle società quotate in borsa in Europa svolge un ruolo cruciale nella formazione delle economie nazionali. In Francia, i ricavi delle società quotate in borsa rappresentano una parte sostanziale del PIL francese, in aumento negli ultimi anni, dal 72% del PIL nel 2018 al 78% nel 2023, riprendendosi da un calo nel 2020 dovuto a perturbazioni economiche. Allo stesso modo, le azioni di Stoccolma contribuiscono in percentuale significativa al PIL nazionale e hanno mostrato una crescita in termini di contributo al PIL. Partendo dall'81% nel 2018, i ricavi delle società quotate in borsa hanno raggiunto il 97% del PIL svedese nel 2023. La forte performance finanziaria delle società quotate ribadisce la crescente influenza delle società quotate in Svezia, che non solo influenzano i mercati finanziari ma anche il panorama economico.

Inoltre, la Borsa di Londra mostra un elevato contributo al PIL del Regno Unito, paragonabile a quello di Francia e Svezia. Tuttavia, negli ultimi anni i ricavi delle società quotate in borsa in percentuale del PIL sono diminuiti, passando dal 90% nel 2018 al 77% nel 2023. Sebbene i ricavi siano aumentati in termini assoluti, raggiungendo 2,4 miliardi di euro nel 2023, il loro contributo al PIL nazionale è in calo, sottolineando il prolungato declino della Borsa di Londra in termini di contributo all'economia nazionale.

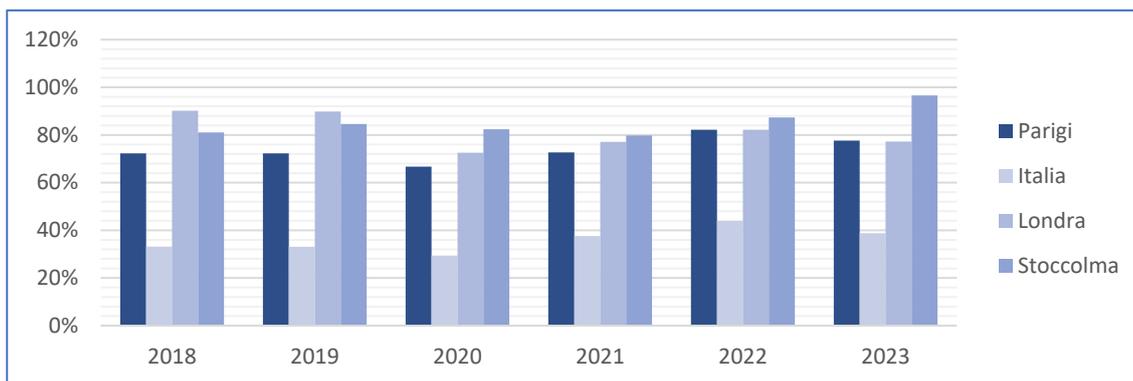
Al contrario, le società quotate in Italia contribuiscono meno al PIL nazionale rispetto agli altri tre Paesi. Sebbene i ricavi in proporzione al PIL siano in crescita, dal 33% nel 2018 al 39% nel 2023, ciò illustra il minore contributo del mercato azionario all'economia nazionale italiana. Una parte maggiore dell'attività economica proviene da attività che esulano dalle società quotate.

FIG. 3. Ricavi totali delle società quotate in borsa - Ricavi totali delle società quotate in borsa in % del PIL

Exchange	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Paris	1 702 898	1 758 566	1 546 872	1 822 546	2 181 790	2 190 435
% GDP	72%	72%	67%	73%	82%	78%
Italy	589 750	597 398	490 820	692 734	877 150	825 246
% GDP	33%	33%	29%	38%	44%	39%
London	2 193 093	2 285 740	1 715 881	2 048 921	2 434 849	2 412 585
% GDP	90%	90%	73%	77%	82%	77%
Stockholm	378 521	402 270	394 471	429 646	481 797	522 411
% GDP	81%	85%	82%	80%	87%	97%

Fonte: Orbis, Eurostat

Descrizione. Le società quotate in Svezia generano ricavi equivalenti al 97% del PIL nel 2023, in aumento rispetto all'81% del 2018, evidenziando il ruolo centrale dei mercati azionari nel guidare la produzione nazionale. Francia e Regno Unito mostrano dimensioni simili (~77-78%), mentre l'Italia è in ritardo con i ricavi delle società quotate che rappresentano solo il 39% del PIL, rafforzando la sua struttura finanziaria meno orientata al mercato.

FIG. 4. Ricavi totali delle società quotate in borsa in % del PIL

Note: Dati sui ricavi estratti da Orbis. Il campione di società comprende solo le società quotate in borsa in Francia, Italia, Regno Unito e Svezia a marzo 2025, e non tiene conto delle cancellazioni e delle nuove quotazioni nel periodo 2018-2023. I dati sui ricavi comprendono i ricavi totali di una determinata società, anche al di fuori del Paese in cui la società è quotata.

Descrizione. La Svezia si distingue per il più alto rapporto ricavi/PIL tra le imprese quotate, quasi raddoppiando la quota dell'Italia. Francia e Regno Unito rimangono strettamente allineati, mentre il mercato azionario italiano continua a svolgere un ruolo marginale nell'economia generale.

1.3 Capitalizzazione di mercato

Nell'ultimo decennio, le borse europee hanno registrato trend divergenti: Parigi e Stoccolma hanno guadagnato importanza, mentre Londra ha registrato un netto declino. La borsa di Parigi ha registrato una crescita costante, raggiungendo un picco di capitalizzazione di mercato di 3,6 trilioni di euro nel 2023, prima di correggere leggermente a 3,0 trilioni di euro nel 2024. In termini di quota del PIL, è passata dal 79% nel 2013 al 128% nel 2023, segnalando il ruolo crescente della Francia come hub finanziario europeo. Questa crescita riflette una forte gestione patrimoniale interna, l'intervento del governo in settori chiave e un flusso costante di investimenti istituzionali nei mercati azionari. Nel frattempo, il mercato italiano rimane significativamente più piccolo, oscillando tra il 30% e il 39% del PIL, rafforzando

la sua continua dipendenza dal finanziamento bancario piuttosto che dai mercati dei capitali per il finanziamento delle imprese.

Al contrario, la Borsa di Londra ha subito un declino prolungato, con una capitalizzazione di mercato che è scesa da 4,5 trilioni di sterline nel 2017 a 3,5 trilioni di sterline nel 2024. In percentuale del PIL, il calo è ancora più pronunciato, passando dal 239% nel 2013 ad appena il 125% nel 2024. Ciò riflette una combinazione di incertezza indotta dalla Brexit, una riduzione degli investimenti nazionali in azioni e una tendenza crescente delle aziende britanniche a cercare quotazioni negli Stati Uniti o in altre borse europee. D'altro canto, Stoccolma è emersa come un'azienda in grado di ottenere risultati eccellenti. La capitalizzazione di mercato della borsa svedese è più che raddoppiata dal 2013, passando da 4,8 trilioni di corone svedesi a 11 trilioni di corone svedesi nel 2024, con una quota del PIL salita al 178%. Questa impressionante performance è in gran parte attribuita alla forte cultura azionaria svedese, agli alti livelli di partecipazione delle famiglie al mercato azionario e a strumenti di investimento efficienti dal punto di vista fiscale come l'ISK (Investeringssparkonto), che hanno incoraggiato gli investimenti a lungo termine in azioni. Questi trend illustrano le dinamiche mutevoli dei mercati finanziari europei, in cui i contesti normativi, la fiducia degli investitori e le politiche governative svolgono un ruolo decisivo nel determinare la leadership del mercato dei capitali.

FIG. 5. Capitalizzazione di mercato calcolata in valuta locale - Capitalizzazione di mercato calcolata in valuta locale in % del PIL

Exchange	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Paris (EUR mm)	1 669 898	1 723 784	1 911 228	2 049 209	2 294 842	2 067 131	2 574 155	2 476 956	3 195 240	2 821 844	3 609 183	3 016 241
% GDP	79%	80%	87%	92%	100%	88%	106%	107%	127%	106%	128%	104%
Italy (EUR mm)	465 458	482 438	573 602	525 050	640 028	542 362	644 429	606 505	769 362	625 689	761 872	810 613
% GDP	29%	29%	34%	31%	37%	31%	36%	36%	42%	31%	36%	37%
London (GBP mm)	4 250 505	4 036 522	3 949 277	4 578 351	4 520 179	3 780 938	3 920 053	3 635 987	3 989 969	3 770 608	3 534 492	3 515 039
% GDP	239%	217%	206%	230%	217%	176%	175%	173%	175%	149%	130%	125%
Stockholm (SEK bn)	4 826	5 323	5 770	6 141	6 650	5 943	7 730	8 764	12 395	9 248	10 514	11 024
% GDP	127%	134%	136%	139%	145%	124%	154%	175%	227%	158%	169%	178%

Note: Capitalizzazione di mercato calcolata in valuta locale, comprendente la capitalizzazione delle società quotate sia nei mercati in crescita che in quelli principali del Paese. La capitalizzazione di mercato è calcolata alla fine di dicembre di ogni anno. I dati sul PIL sono estratti da Eurostat a prezzi correnti. Per Londra e Stoccolma sono stati utilizzati i dati del tasso di cambio della BCE per calcolare il PIL nella valuta corretta. Dati estratti dai rapporti mensili o annuali delle borse.

Descrizione. La Svezia ha registrato una forte accelerazione, con una capitalizzazione del mercato quotato che ha raggiunto il 178% del PIL nel 2024, superando il calo del Regno Unito dopo la Brexit, sceso al 125%. Anche la Francia ha guadagnato importanza, salendo al 128%, mentre l'Italia rimane strutturalmente vincolata, oscillando tra il 30 e il 39% - sottolineando la sua dipendenza dal finanziamento bancario rispetto ai mercati dei capitali.

2. Analisi dell'IPO

2.1 Importi e peso

Nel corso dell'ultimo decennio, le borse europee hanno dovuto affrontare cambiamenti significativi nelle quotazioni e nelle attività di IPO, con Londra che ha subito il calo più marcato. Il numero di società quotate alla Borsa di Londra è sceso da 2.386 nel 2013 a 1.657 nel 2024, a causa dei persistenti delisting, che hanno raggiunto le 192 unità nel 2024. Anche l'attività delle IPO è crollata, con un'emissione di titoli azionari che è passata da 19,8 miliardi di sterline (1,07% del PIL) nel 2014 ad appena 873 milioni di sterline (0,03% del PIL) nel 2024, riflettendo le sfide post-Brexit, la minore propensione degli investitori e la concorrenza dei mercati statunitensi e dell'UE.

Parigi, pur mantenendo una relativa stabilità nei mercati finanziari, ha lottato con una debole attività di IPO. Il numero di società quotate in borsa è sceso da 948 nel 2013 a 813 nel 2024 e l'emissione di IPO è diminuita da 4,5 miliardi di euro nel 2014 a soli 699 milioni di euro nel 2024, pari ad appena lo 0,02% del PIL. Nonostante la crescita del settore finanziario francese in senso lato, i mercati azionari pubblici non hanno tenuto il passo. Al contrario, Stoccolma ha dimostrato una certa resistenza, con le società quotate in borsa che sono passate da 758 nel 2013 a un picco di 1.251 nel 2022, per poi calare a 1.174 nel 2024. L'attività di IPO, che è salita a 11,9 miliardi di euro nel 2021, rimane volatile ma è rimbalzata a 941 milioni di euro nel 2024. Il mercato svedese beneficia di una forte partecipazione retail e di schemi di investimento fiscalmente efficienti come i conti ISK, che continuano a guidare la crescita del mercato dei capitali.

L'Italia, pur aumentando il numero di società quotate in borsa a 426 nel 2024, rimane meno orientata all'equity, con un'emissione di IPO che fatica a superare lo 0,3% del PIL. La dipendenza del Paese dal finanziamento bancario rispetto ai mercati dei capitali continua a limitare il ruolo del capitale pubblico nel finanziamento delle imprese. Questi trend evidenziano l'indebolimento di Londra, la stagnazione delle IPO di Parigi e la resistenza di Stoccolma, riflettendo la trasformazione in corso dei mercati dei capitali europei.

Le procedure di quotazione determinano in modo determinante l'accesso ai mercati azionari pubblici. Il quadro francese, incentrato sull'AMF e su Euronext Paris, è relativamente efficiente. L'AMF esamina in genere un prospetto entro 10 giorni lavorativi, mentre Euronext completa le valutazioni di ammissibilità in sei-otto settimane. Per gli emittenti ben preparati, l'opzione Fast Track riduce ulteriormente i tempi. I colloqui pre-filing sono una pratica standard, che consente un allineamento precoce sui tempi e sulla documentazione. Per contro, il processo di IPO in Italia rimane relativamente più lento e macchinoso. L'esame da parte della CONSOB di un prospetto per la prima volta ha una durata media di circa tre mesi e la flessibilità dei tempi è limitata. L'assenza di un ampio meccanismo di accelerazione - al di fuori dell'uplisting da Euronext Growth Milan - colpisce in modo sproporzionato le PMI e smorza l'appeal delle quotazioni pubbliche. Questa lacuna strutturale contribuisce a spiegare perché il mercato italiano delle IPO rimane superficiale nonostante la convergenza normativa a livello UE.

FIG. 6. Numero di società quotate

Exchange	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Paris	948	960	971	957	907	866	846	831	854	839	845	813
New Listings	37	67	66	30	28	35	28	29	48	28	109	62
Delisted	44	53	56	43	79	57	47	43	43	47	102	95
Italy	290	306	320	321	339	357	375	377	407	414	429	426
New Listings	21	28	33	19	39	38	41	24	49	30	39	22
Delisted	17	12	17	18	18	15	22	21	19	23	24	29
London	2386	2390	2301	2238	2221	2088	2006	1944	1979	1922	1810	1657
New Listings	143	189	142	115	163	147	73	86	173	72	38	41
Delisted	167	205	213	200	166	167	142	144	132	129	151	192
Nasdaq Nordics and Baltics	758	791	852	900	984	1019	1040	1071	1237	1251	1218	1174
New Listings	34	72	91	88	108	73	53	67	207	73	23	31
Delisted	30	39	30	40	24	38	32	36	41	59	56	75

Note: Dati estratti dai rapporti mensili di Borsa Italiana (Italia), Euronext (Parigi), Nasdaq (Nordici e Baltici) e London Stock Exchange (Londra). Il numero di società quotate comprende sia il mercato principale che quello in crescita di Parigi e Londra (inclusi Parigi, Parigi Alternext, London Stock Exchange, London AIM). Per i rapporti Nasdaq, le società quotate comprendono tutti i mercati nordici e baltici del Nasdaq (Borsa di Copenaghen, Borsa di Stoccolma, Borsa di Helsinki, Borsa d'Islanda, Borsa di Tallinn, Borsa di Riga e Borsa di Vilnius). Le nuove quotazioni comprendono, tra l'altro, IPO, collocamenti privati, cross-listing, trasferimenti, fusioni e ammissioni tecniche.

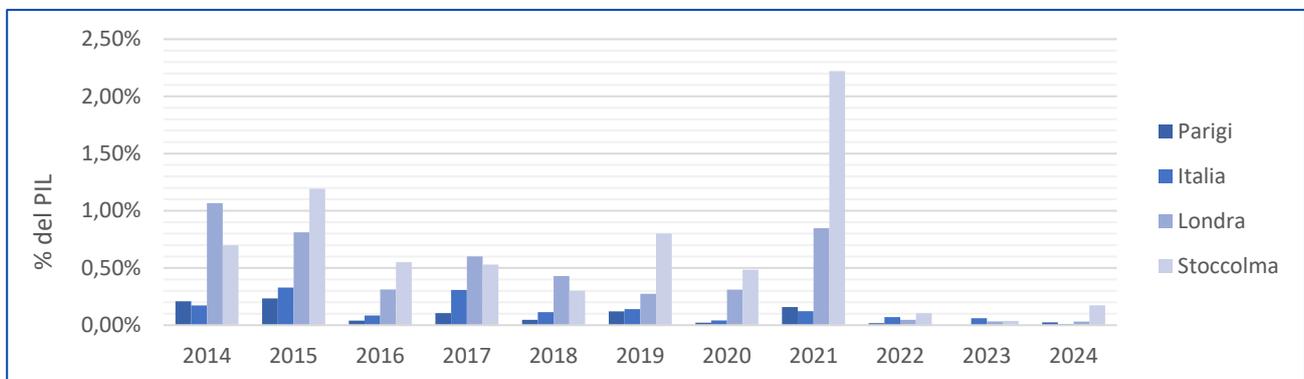
Descrizione. I volumi delle IPO in Europa hanno subito una forte divergenza, con Londra che ha subito un crollo da 19,8 miliardi di sterline nel 2014 a soli 873 milioni di sterline nel 2024. Mentre la Francia e l'Italia rimangono stagnanti a ~0,02-0,3% del PIL, la Svezia si distingue per la tenuta delle emissioni, sostenute da una forte partecipazione retail e da strutture fiscali favorevoli. I dati evidenziano le debolezze sistemiche della pipeline di azioni pubbliche italiane e la crescente marginalizzazione del Regno Unito come destinazione di quotazione.

FIG. 7. IPO equity issuance in milioni di EUR, e in % del PIL

Exchange	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Paris	4 513,15	5 139,33	899,20	2 433,23	1 094,11	2 928,12	493,57	3 972,53	473,83	61,30	699,97
% GDP	0,21%	0,23%	0,04%	0,11%	0,05%	0,12%	0,02%	0,16%	0,02%	0,00%	0,02%
Italy	2 819,76	5 470,43	1 441,99	5 369,25	2 017,80	2 536,53	699,32	2 260,34	1 425,09	1 282,63	198,32
% GDP	0,17%	0,33%	0,08%	0,31%	0,11%	0,14%	0,04%	0,12%	0,07%	0,06%	0,01%
London	19 866,79	15 556,83	6 209,72	12 500,65	9 230,45	6 132,71	6 535,06	19 389,05	1 189,16	896,83	873,34
% GDP	1,07%	0,81%	0,31%	0,60%	0,43%	0,27%	0,31%	0,85%	0,05%	0,03%	0,03%
Stockholm	3 044,34	5 395,67	2 558,03	2 516,78	1 405,59	3 801,80	2 326,30	11 964,48	571,73	200,38	941,11
% GDP	0,70%	1,19%	0,55%	0,53%	0,30%	0,80%	0,49%	2,22%	0,10%	0,04%	0,17%

Descrizione. L'emissione di IPO di Londra in percentuale del PIL è scesa precipitosamente da oltre l'1% nel 2014 ad appena lo 0,03% nel 2024, mentre la Svezia mantiene un'emissione relativamente stabile sostenuta da un impegno costante degli investitori. La Francia e l'Italia restano indietro con un'intensità di IPO persistentemente bassa, sottolineando una limitata profondità del mercato e una cultura azionaria più debole.

FIG. 8. Emissione di azioni in % del PIL



Note: Per calcolare il PIL % di Londra, il PIL è stato convertito in euro utilizzando il tasso di cambio disponibile su Eurostat per l'anno in questione.

Descrizione. La Svezia ha guidato l'attività europea di IPO nel 2024 con 941 milioni di euro di emissioni, superando Francia (699 milioni di euro), Italia (661 milioni di euro) e Regno Unito (873 milioni di sterline), nonostante la sua economia più piccola. Questo dato riflette la vivace base di investitori retail della Svezia e gli strumenti di partecipazione azionaria fiscalmente efficienti come l'ISK, che continuano a sostenere la formazione di capitale attraverso i mercati pubblici.

2.2 Distribuzione della capitalizzazione di mercato

I dati relativi alle capitalizzazioni di mercato delle IPO in Francia, Italia, Regno Unito e Svezia rivelano una tendenza costante: le nuove società quotate in borsa rimangono per lo più di piccole dimensioni. In tutti e quattro gli ecosistemi, la stragrande maggioranza delle IPO è caratterizzata da capitalizzazioni di mercato inferiori a 1 miliardo di euro, spesso significativamente inferiori a 500 milioni di euro. Questa dinamica sottolinea un limite fondamentale dei mercati dei capitali europei, l'incapacità di attrarre o generare quotazioni su larga scala a livello nazionale. Le implicazioni per la liquidità, l'impegno degli investitori e la composizione degli indici sono significative, soprattutto alla luce della concorrenza globale di mercati dei capitali più profondi e maturi come quelli statunitensi.

Nel 2024, la Francia ha vissuto un cambiamento raro. Per la prima volta in un decennio, sono rientrate in scena le grandi IPO: il 50% delle nuove quotazioni aveva un valore compreso tra 1 e 5 miliardi di euro, ma sono state effettuate solo 4 quotazioni. Questo segnala una possibile ripresa dell'attrattiva dei mercati azionari francesi per le imprese di grandi dimensioni, probabilmente grazie al sostegno della politica industriale e al miglioramento della fiducia del mercato. Tuttavia, questo miglioramento contrasta nettamente con gli anni precedenti, come il 2021-2023, quando ogni nuova IPO in Francia era inferiore a 1 miliardo di euro, evidenziando quanto sia eccezionale il 2024. Anche in periodi più attivi come il 2018 o il 2019, la presenza di IPO superiori a 1 miliardo di euro è rimasta marginale.

In Italia, il quadro è più crudo. La pipeline delle IPO è composta esclusivamente da società a piccola capitalizzazione. Tra il 2018 e il 2024, il 93-100% delle nuove imprese quotate in borsa aveva una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro. Non ci sono state IPO superiori a 5 miliardi di euro in oltre un decennio. Questa tendenza alle micro-capitali rafforza la cronica dipendenza dell'Italia dai prestiti bancari e dal capitale privato. L'assenza di scala nelle quotazioni azionarie pubbliche riflette sfide sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta: una debole cultura azionaria, attriti normativi e la mancanza di investitori istituzionali con grandi disponibilità economiche disposti a sostenere flottanti più grandi.

Il Regno Unito, nonostante la sua infrastruttura del mercato dei capitali tradizionalmente forte, ha seguito una traiettoria simile. Mentre il LSE ha ospitato occasionalmente quotazioni di dimensioni maggiori prima della Brexit (in particolare nel 2015-2017), dal 2020 le IPO si sono orientate prevalentemente verso una fascia inferiore a 1 miliardo di euro. Entro il 2024, il 100% delle nuove quotazioni era al di sotto di questa soglia. Questa erosione di scala si riflette nei dati dell'istogramma, dove le IPO si concentrano tra i 50 e i 200 milioni di euro, mostrando una scarsa ampiezza distributiva. La siccità delle quotazioni di Londra non è solo quantitativa, ma anche qualitativa, con un minor numero di quotazioni globali o di "unicorni" che scelgono il Regno Unito come piattaforma.

Solo la Svezia mantiene una tendenza costante di numerose IPO, anche se uniformemente piccole. Dal 2014, oltre il 95% delle nuove quotazioni ha avuto una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro. La struttura ISK, la forte partecipazione retail e l'appetito degli investitori locali per le azioni a piccola capitalizzazione sono alla base di questo ecosistema. Gli istogrammi per il 2014, il 2021 e il 2024 rivelano tutti lo stesso schema: un denso gruppo di IPO inferiori a 250 milioni di euro. Se da un lato ciò

ha sostenuto l'ampiezza e il dinamismo della borsa svedese, dall'altro potrebbe limitare la capacità dei mercati svedesi di scalare le imprese oltre il segmento delle piccole capitali.

In tutti e quattro i Paesi, le distribuzioni dell'istogramma rafforzano un profilo fortemente inclinato verso destra: la maggior parte delle IPO sono molto piccole, con pochi outlier nelle fasce di capitalizzazione più alte. Ne consegue che la fascia alta del mercato è sottile, il che indebolisce gli indici azionari nazionali, scoraggia l'impegno degli investitori globali e impedisce lo sviluppo di solidi campioni nazionali attraverso le azioni pubbliche. Per invertire questa tendenza sarà necessario non solo migliorare gli incentivi fiscali e normativi, ma anche incrementare le riserve di capitale nazionale, in particolare da parte dei fondi pensione e delle istituzioni assicurative, per sostenere e ancorare le IPO più grandi.

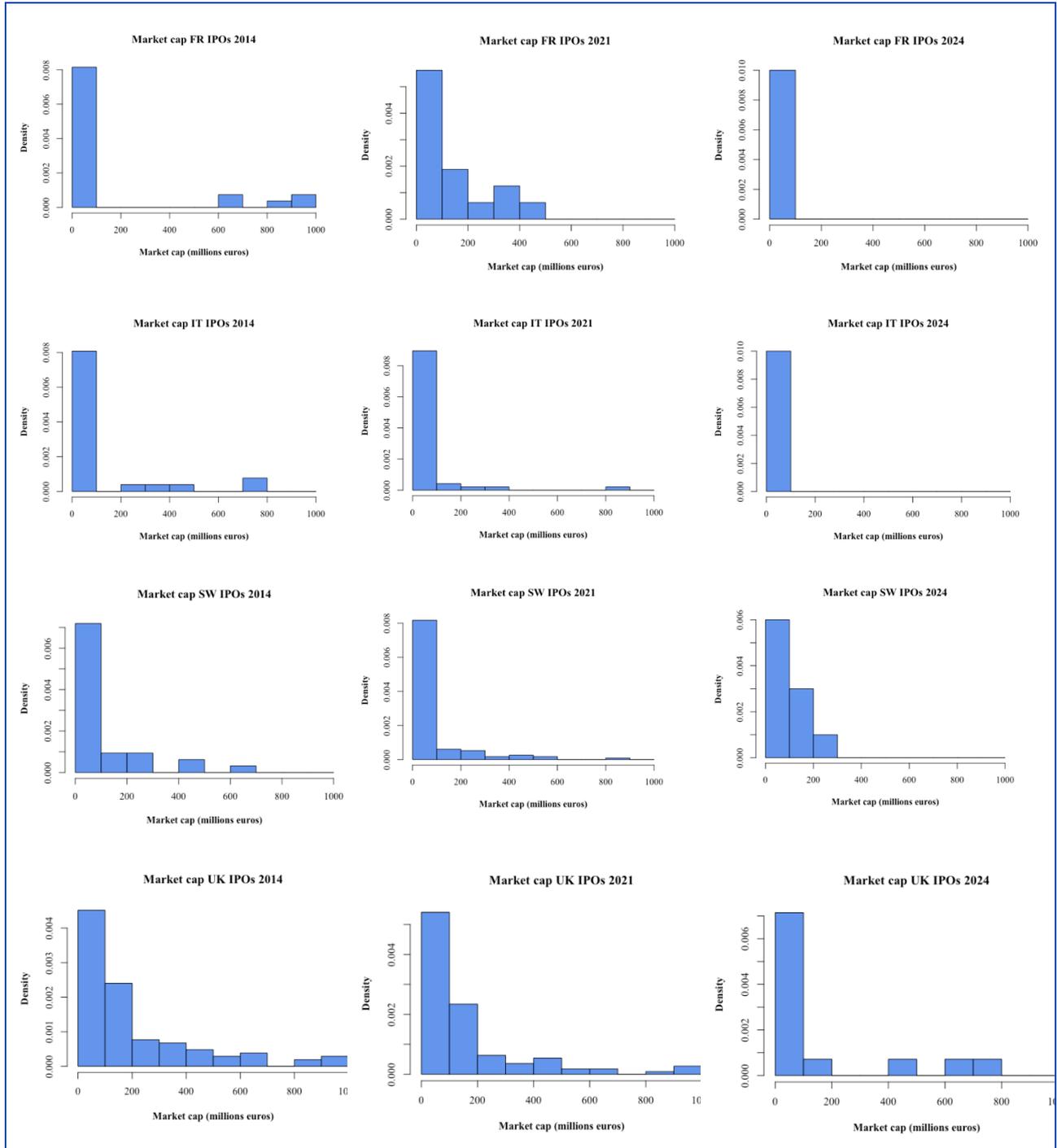
FIG. 9. Distribuzione della capitalizzazione di mercato delle nuove aziende quotate

Country	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
France											
<i>below 1 billion</i>	81%	85%	100%	79%	94%	75%	100%	86%	100%	100%	50%
<i>between 1 and 5 billion</i>	19%	11%	0%	14%	6%	25%	0%	14%	0%	0%	50%
<i>above 5 billion</i>	0%	4%	0%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Italy											
<i>below 1 billion</i>	88%	93%	93%	93%	100%	97%	95%	95%	93%	97%	100%
<i>between 1 and 5 billion</i>	12%	4%	7%	3%	0%	0%	5%	5%	7%	3%	0%
<i>above 5 billion</i>	0%	4%	0%	3%	0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
United Kingdom											
<i>below 1 billion</i>	87%	92%	93%	93%	88%	83%	88%	90%	98%	100%	100%
<i>between 1 and 5 billion</i>	13%	6%	7%	6%	12%	17%	6%	8%	2%	0%	0%
<i>above 5 billion</i>	0%	1%	0%	1%	0%	0%	6%	2%	0%	0%	0%
Sweden											
<i>below 1 billion</i>	97%	97%	96%	99%	98%	91%	98%	93%	100%	100%	100%
<i>between 1 and 5 billion</i>	3%	3%	4%	1%	2%	0%	3%	5%	0%	0%	0%
<i>above 5 billion</i>	0%	0%	0%	0%	0%	9%	0%	2%	0%	0%	0%

Note: Il valore di mercato considera il valore di mercato di una società appena quotata alla data dell'IPO in milioni di euro.

Descrizione. Le nuove quotazioni in Europa rimangono prevalentemente piccole, con oltre il 90% delle IPO in tutti e quattro i Paesi costantemente al di sotto di 1 miliardo di euro di valore di mercato. L'Italia mostra la maggiore concentrazione di micro-cap, mentre la Francia ha registrato un raro cambiamento nel 2024 con la metà delle nuove quotazioni al di sopra di 1 miliardo di euro, accennando a una timida ripresa. Questa mancanza strutturale di scala nelle IPO limita la liquidità del mercato, l'inclusione negli indici e l'interesse degli investitori istituzionali.

FIG. 10. Capitalizzazione di mercato alla data della quotazione, per paese, nel 2014, 2021, e 2024



Descrizione. In tutti e quattro gli ecosistemi, la stragrande maggioranza delle IPO si colloca al di sotto di 1 miliardo di euro di market cap, evidenziando un persistente divario di scala nelle quotazioni pubbliche europee. La Svezia è in testa per frequenza, ma le sue IPO rimangono uniformemente piccole; la Francia ha mostrato un raro aumento delle quotazioni più grandi nel 2024, ma l'Italia e il Regno Unito continuano a mostrare una capacità limitata di generare flottanti di dimensioni considerevoli, limitando l'impatto dell'indice e l'ampiezza degli investitori.

2.3 Deposito e sottostima dei prezzi

I meccanismi di determinazione dei prezzi delle IPO offrono una visione critica della struttura e della credibilità dei mercati dei capitali di un Paese. Due indicatori spiccano: il filing range, che riflette l'ampiezza dell'intervallo di prezzo nel prospetto, e l'underpricing, che misura la deviazione del prezzo di negoziazione del primo giorno dal prezzo di offerta. Insieme, questi indicatori fanno luce su come le società, i sottoscrittori e gli investitori gestiscono le asimmetrie informative, la fiducia del mercato e la condivisione del rischio.

L'intervallo medio di deposito, utilizzato per segnalare l'incertezza della valutazione, varia notevolmente tra le varie giurisdizioni. La Francia (Parigi e Alternext insieme) mantiene intervalli medi relativamente alti, soprattutto negli anni precedenti (ad esempio Parigi: 34,8% nel 2015, Alternext: 31,5%). Queste ampie fasce suggeriscono un'elevata asimmetria informativa o una maggiore negoziazione tra emittenti e investitori. Tuttavia, le quotazioni di Parigi hanno mostrato una maggiore disciplina dopo il 2020, con intervalli di deposito che sono crollati allo 0% nel 2023 e nel 2024, forse riflettendo i crescenti vincoli normativi o l'esitazione degli emittenti a quotarsi in condizioni di volatilità. Questo calo potrebbe anche essere indicativo di quotazioni più piccole e standardizzate, concentrate in settori di nicchia o tramite collocamenti diretti.

L'Italia mostra un andamento più irregolare. Mentre il mercato principale presenta intervalli relativamente ampi (21,9% in media nel periodo 2014-2024), l'AIM Italia, che si concentra sulle imprese più piccole, presenta intervalli più modesti (8,6% in media). È interessante notare che l'intervallo di deposito dell'AIM è balzato al 22,5% nel 2024, forse suggerendo l'ingresso nel mercato di una coorte di società meno mature o più speculative, in seguito a una rinnovata propensione al rischio o a standard di quotazione meno rigidi. Questa volatilità sottolinea la natura frammentata del panorama italiano delle IPO, dove la qualità delle quotazioni e le aspettative degli investitori sono molto eterogenee.

Al contrario, il Regno Unito presenta un quadro di relativa restrizione dei prezzi. Le IPO sul mercato principale di Londra mostrano intervalli medi di deposito del 10,9%, mentre il segmento AIM registra lo 0% in tutti gli anni, il che suggerisce l'uso di offerte a prezzo fisso o di collocamenti preordinati, forse a causa della scarsa liquidità e della bassa domanda degli investitori. L'assenza di una significativa price discovery solleva preoccupazioni circa la trasparenza e l'impegno degli investitori, in particolare nell'attuale fase di stagnazione dell'AIM.

La Svezia, soprattutto attraverso Stoccolma e First North, illustra un ecosistema di IPO guidato da piccole emissioni rivolte al pubblico. L'intervallo medio di deposito sulla borsa principale di Stoccolma è modesto, pari al 5,3%, mentre la First North si attesta su una media dell'1,0%, rafforzando l'idea di offerte altamente standardizzate. Tuttavia, questa stretta forbice di prezzo non implica un basso rischio; piuttosto, suggerisce un ambiente di IPO maturo e ad alta frequenza, in cui gli emittenti si affidano alla domanda retail esistente e a strutture di prospetto semplificate.

Per quanto riguarda l'underpricing, troviamo una serie di comportamenti di mercato diversi. Stoccolma si distingue per la più alta sottovalutazione media del 16,1%, con un picco del 36,2% nel 2022. Ciò suggerisce un mercato alimentato dall'esuberanza del retail e da investimenti guidati dal momentum. Il modello svedese, pur riuscendo a generare IPO frequenti, potrebbe premiare in modo sproporzionato gli investitori iniziali e sollevare dubbi sulla disciplina dei prezzi degli emittenti.

L'underpricing del listino principale italiano rimane basso, pari al 4,6%, ma l'AIM si discosta nuovamente con una media del 12,9%, indicando una maggiore volatilità e una maggiore necessità di attirare gli investitori in un mercato relativamente sottile. La Francia rimane più stabile, con Parigi (4,0%) e Alternext (3,2%) che mantengono un sottoprezzo moderato, forse a causa di una maggiore partecipazione istituzionale e di un controllo più stretto da parte dei lead underwriter.

Il Regno Unito, sia sulla borsa principale (10,9%) che sull'AIM (11,0%), mostra un sottoprezzo costante, anche se con ampie fluttuazioni annuali. In particolare, nel 2023 si è registrata una forte ripresa del sottoprezzo londinese (31,5%), a indicare che le IPO selettive potrebbero essere state scontate in modo significativo per riattrarre l'interesse degli investitori dopo anni di calo dell'attrattiva del mercato.

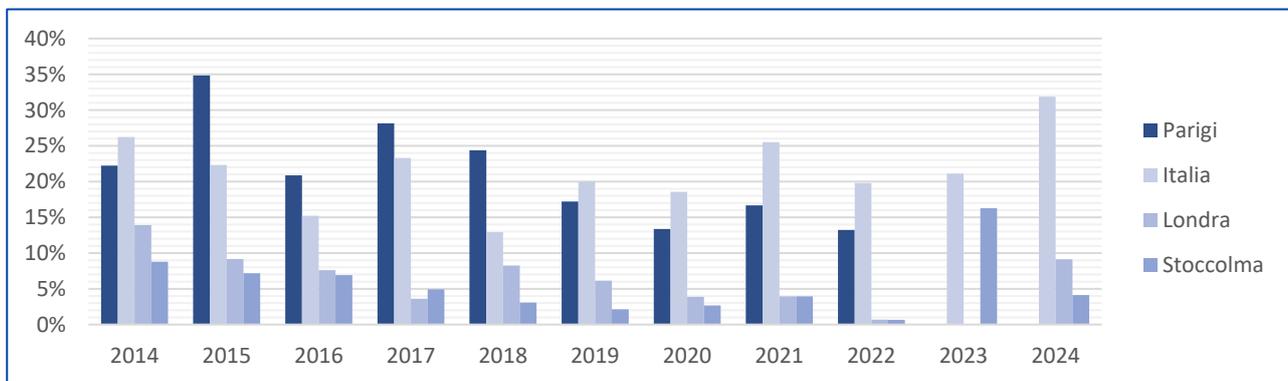
Questi modelli rivelano distinzioni strutturali tra gli ecosistemi europei. Quando l'underpricing è persistentemente elevato, spesso è correlato alla necessità di compensare l'illiquidità, l'incertezza o il debole sostegno istituzionale. Al contrario, un prezzo elevato, in particolare se accompagnato da intervalli di deposito ristretti, può indicare efficienza informativa o inerzia sistemica. Per l'Italia, la sfida consiste nell'evitare il peggiore dei due mondi: un'ampia incertezza al momento della quotazione (come si evince dai recenti intervalli di deposito) unita a una debole performance post-quotazione.

FIG. 11. Intervallo di prezzo medio alla quotazione

Exchange	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 Overall	
Paris	22,2%	34,8%	20,9%	28,1%	24,4%	17,2%	13,4%	16,7%	13,2%	0,0%	0,0%	20,7%
Paris Alternext	15,2%	29,7%	31,5%	30,3%	29,3%	16,9%	29,2%	18,1%	0,0%	14,1%		24,2%
Italy	26,2%	22,3%	15,2%	23,3%	12,9%	20,0%	18,6%	25,5%	19,8%	21,1%	31,9%	21,9%
Italy - AIM	3,2%	3,3%	7,8%	3,6%	7,1%	15,4%	13,6%	7,0%	7,3%	4,8%	22,5%	8,6%
London	13,9%	9,2%	7,6%	3,6%	8,2%	6,1%	3,9%	3,9%	0,7%	0,0%	9,1%	6,3%
London - AIM	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stockholm	8,8%	7,2%	6,9%	4,9%	3,1%	2,1%	2,7%	4,0%	0,7%	16,3%	4,1%	5,0%
Stockholm - First North	4,6%	1,1%	2,0%	0,2%	2,0%	0,3%	1,4%	0,7%	0,0%	0,0%	3,0%	1,0%

Descrizione. I mercati principali di Francia e Italia presentano intervalli di quotazione ampi ma in calo, il che suggerisce una maggiore precisione dei prezzi o standard normativi più severi. L'AIM e il First North di Stoccolma presentano intervalli estremamente ridotti, spesso inferiori al 2%, che riflettono la presenza di collocamenti a prezzo fisso o la scarsa trasparenza delle valutazioni. La volatilità dell'intervallo dell'AIM italiano nel 2024 indica quotazioni speculative e una domanda incoerente da parte degli investitori.

FIG. 12. Intervallo di prezzo alla quotazione



Note: Le IPO a prezzo fisso e i dati con valori mancanti sull'intervallo di deposito sono stati esclusi dai calcoli. I calcoli per Stoccolma includono la Borsa di Stoccolma, la Stockholm First North e la Spotlight Stock Exchange. Se si esclude la Borsa Spotlight dai calcoli, l'intervallo di deposito medio per Stoccolma è raddoppiato.

Descrizione. Nel 2023, il sottoprezzo medio delle IPO è variato notevolmente tra i principali mercati europei. Milano e Stoccolma hanno registrato i maggiori ribassi del primo giorno (oltre il 20%), il che suggerisce un pricing conservativo o una domanda guidata dal retail. Parigi e Londra hanno registrato un underpricing più moderato, che riflette una maggiore partecipazione istituzionale e una price discovery più stabile.

FIG. 13. Underpricing % medio alla quotazione dopo il primo giorno di trading – Percentuali negative indicano overpricing

Exchange	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Overall
Paris	0,2%	14,1%	0,3%	3,0%	1,0%	3,6%	13,9%	2,7%	-2,5%	8,9%	17,5%	4,0%
Paris - Alternext	-0,5%	7,3%	-0,6%	0,4%	1,6%	10,9%	0,5%	8,1%	0,3%	0,5%		3,2%
Italy	1,5%	5,4%	2,7%	5,3%	6,1%	-1,7%	21,7%	12,4%	-1,6%	-4,4%	-0,3%	4,6%
Italy - AIM	4,9%	4,3%	3,5%	4,3%	7,3%	15,4%	16,7%	19,9%	14,9%	20,1%	16,2%	12,9%
London	2,8%	7,7%	12,3%	7,4%	6,9%	27,3%	7,7%	16,8%	14,2%	31,5%	11,2%	10,9%
London - AIM	11,4%	7,6%	11,4%	11,3%	12,1%	11,8%	12,4%	11,2%	8,6%	2,6%	18,2%	11,0%
Stockholm	6,0%	20,8%	20,6%	10,4%	5,1%	29,8%	16,9%	15,9%	36,2%	1,5%	15,7%	16,1%
Stockholm - First North	6,4%	10,9%	9,8%	6,8%	-5,6%	13,2%	9,2%	7,6%	-8,7%	3,1%	-1,9%	6,1%

FIG. 14. Underpricing % medio alla quotazione dopo la prima settimana di trading – Percentuali negative indicano overpricing

Exchange	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Overall
Paris	1,4%	22,5%	-1,2%	4,7%	0,5%	1,6%	2,3%	5,1%	-3,8%	8,9%	19,0%	5,4%
Paris - Alternext	-1,6%	11,1%	1,4%	3,1%	1,9%	11,9%	-4,5%	-1,4%	0,0%	15,0%	0,0%	4,2%
Italy	2,4%	5,0%	4,7%	7,9%	7,8%	-2,5%	21,0%	16,3%	-1,7%	-2,3%	-6,7%	5,6%
Italy - AIM	5,9%	4,7%	2,8%	4,1%	9,0%	19,1%	30,1%	29,9%	15,9%	35,5%	38,2%	19,5%
London	3,5%	9,5%	13,5%	6,8%	5,7%	47,8%	10,0%	11,5%	14,9%	20,0%	18,7%	11,6%
London - AIM	11,6%	15,5%	15,4%	13,3%	16,5%	14,3%	25,1%	16,0%	9,2%	-0,1%	33,1%	14,7%
Stockholm	7,3%	31,0%	23,9%	9,3%	3,9%	32,5%	12,0%	12,9%	32,4%	0,0%	19,2%	18,4%
Stockholm - First North	3,1%	16,1%	18,4%	8,3%	-6,3%	12,8%	13,7%	7,7%	-3,6%	49,4%	3,9%	8,7%

Descrizione. La Svezia è in testa per quanto riguarda l'underpricing medio (~16,1%), con un picco superiore al 30% nel 2022, spinto dall'entusiasmo del settore retail. Anche i mercati in crescita del Regno Unito e dell'Italia mostrano un underpricing a due cifre, che riflette la scarsa liquidità e gli incentivi degli emittenti ad attrarre la domanda. Il basso e stabile underpricing della Francia indica una maggiore partecipazione istituzionale e un controllo dei prezzi.

FIG. 15. Underpricing % medio alla quotazione dopo il primo mese di trading – Percentuali negative indicano overpricing

Exchange	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Overall
Paris	-2,1%	19,2%	-3,6%	3,2%	2,0%	1,0%	-2,4%	0,4%	-7,2%	7,7%	21,9%	2,6%
Paris - Alternext	-4,3%	26,7%	-3,2%	0,7%	3,0%	21,8%	-8,9%	1,2%	-0,2%	-1,1%	0,0%	5,6%
Italy	-2,4%	9,1%	8,8%	9,6%	6,7%	2,9%	31,8%	11,2%	0,2%	-7,9%	0,7%	6,4%
Italy - AIM	1,1%	6,9%	0,0%	3,8%	8,7%	24,1%	26,7%	30,2%	14,4%	26,5%	37,0%	18,3%
London	3,2%	12,1%	18,3%	6,1%	3,8%	83,0%	41,2%	11,2%	3,1%	28,4%	13,5%	15,1%
London - AIM	11,9%	58,5%	19,6%	11,0%	17,3%	14,2%	28,2%	21,4%	5,2%	1,9%	54,4%	20,5%
Stockholm	12,5%	33,0%	23,6%	11,1%	5,3%	61,5%	17,3%	19,7%	20,1%	4,9%	13,4%	22,4%
Stockholm - First North	-2,0%	19,9%	28,5%	10,2%	-7,9%	10,5%	19,7%	9,8%	-10,2%	24,5%	-0,5%	10,7%

FIG. 16. Underpricing % medio alla quotazione dopo il primo anno di trading – Percentuali negative indicano overpricing

Exchange	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Overall
Paris	-12,5%	-4,6%	15,5%	-13,1%	-19,0%	-9,7%	15,1%	-33,2%	-10,7%	303,1%		-11,3%
Paris - Alternext	-35,8%	-14,0%	18,3%	-12,0%	-32,7%	11,4%	-22,2%	-13,1%	17,9%	-38,7%		-15,9%
Italy	51,2%	-1,9%	35,7%	8,4%	18,7%	1,3%	69,4%	-2,0%	12,6%	-7,7%		12,6%
Italy - AIM	4,8%	-19,2%	35,0%	-4,0%	13,7%	12,8%	87,4%	13,9%	15,7%	-2,3%		14,9%
London	17,7%	5,5%	-4,3%	-2,9%	9,6%	5,2%	74,0%	-22,0%	-10,6%	12,2%		4,7%
London - AIM	22,5%	2,4%	58,6%	15,3%	7,1%	-1,0%	79,5%	-19,4%	0,0%	-14,3%		14,6%
Stockholm	64,2%	65,0%	52,8%	21,6%	22,4%	74,2%	50,9%	-12,1%	25,3%	74,4%		41,8%
Stockholm - First North	0,0%	53,2%	53,0%	17,0%	-8,3%	33,2%	99,5%	-30,1%	-28,4%	236,3%		14,2%

Figure 13-16 - Descrizione. Su tutti gli orizzonti temporali, la Svezia e l'Italia mostrano la più alta volatilità della sottoperformance delle IPO, con un ulteriore aumento della sottoperformance a 1 mese e 1 anno, a indicare la debolezza del sostegno post-vendita e delle dinamiche speculative. La Francia e il Regno Unito mantengono prezzi più costanti nel tempo, a conferma della loro base di investitori istituzionali più solida e della maggiore stabilità post-quotazione.

FIG. 17. Underpricing medio (%) all'IPO dopo 1 giorno tra il 2014-2024

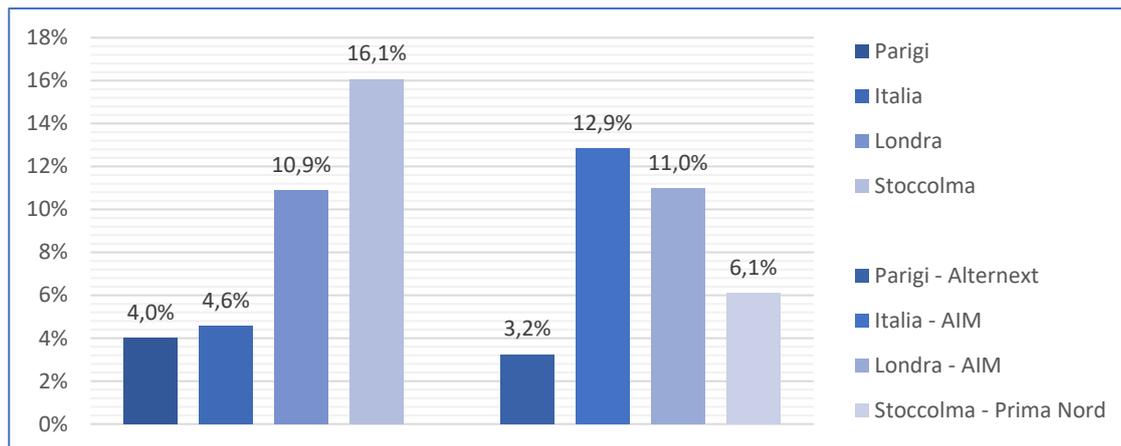


FIG. 18. Underpricing medio (%) all'IPO dopo 1 settimana nel periodo 2014-2024

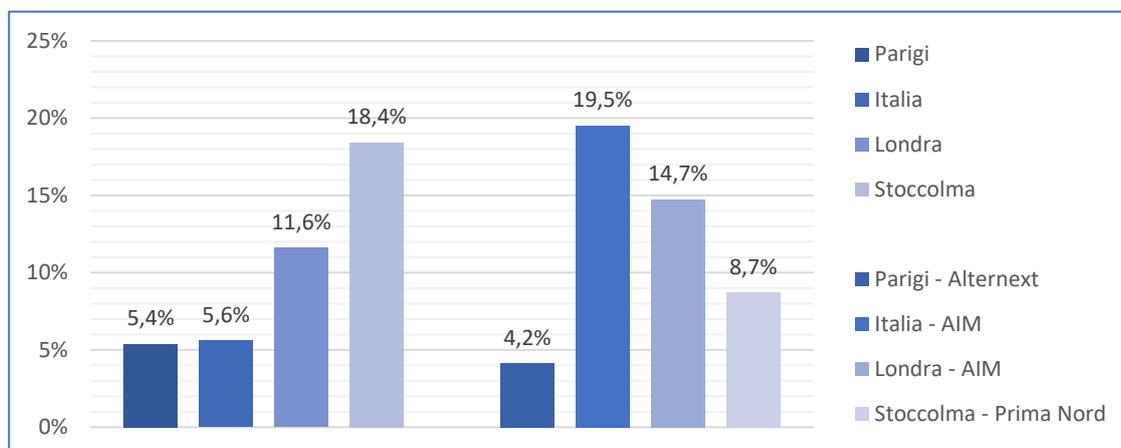


FIG. 19. Underpricing medio (%) all'IPO dopo 1 mese nel periodo 2014-2024

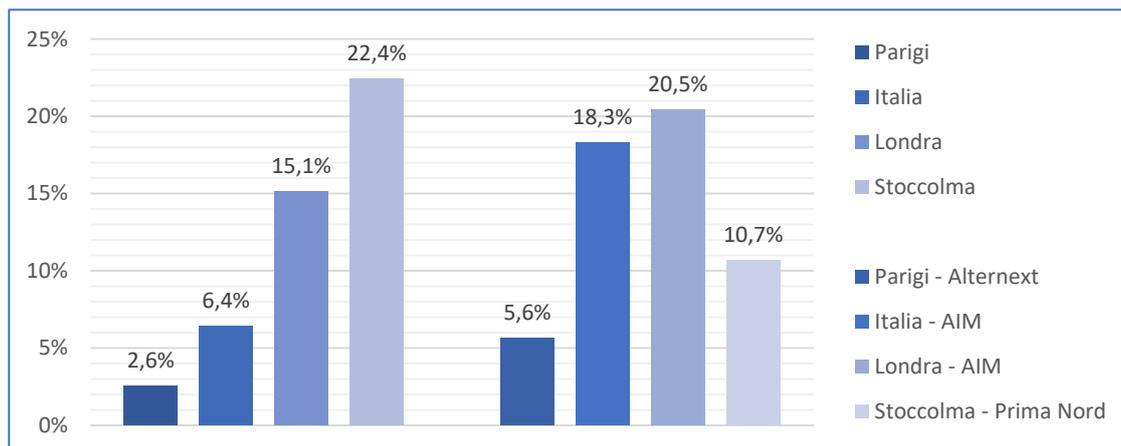
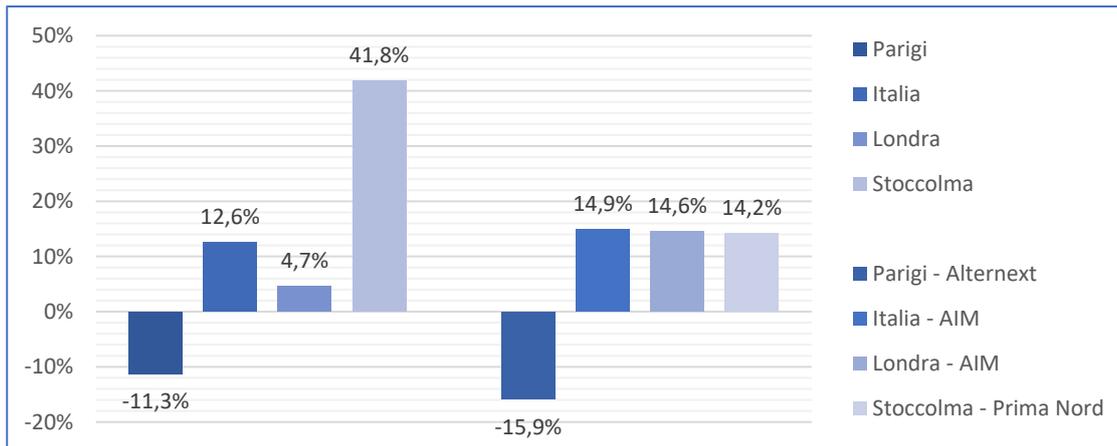


FIG. 20. Underpricing medio (%) all'IPO dopo 1 anno tra il 2014-2024



Note: I calcoli non includono i datapoint che non hanno un prezzo dopo il primo giorno di negoziazione.

Figure 17-20 - Descrizione. Gli intervalli di deposito si sono ristretti in tutti i mercati europei delle IPO, con la Svezia che mostra costantemente gli spread più ridotti, a testimonianza della standardizzazione dei prezzi e della riduzione dell'incertezza delle valutazioni. La Francia e l'Italia, storicamente caratterizzate da intervalli più ampi e volatili, si sono orientate verso un pricing più disciplinato. I Growth Board come First North e Alternext presentano fasce di deposito particolarmente strette, che indicano prezzi prestabiliti o una minore negoziazione da parte degli investitori rispetto alle quotazioni sul mercato principale.

3. Analisi degli investitori

Un'analisi più approfondita dei dati sulla proprietà in Francia, Svezia, Regno Unito e Italia rivela significative divergenze strutturali nella composizione, nell'origine e nell'orientamento del capitale all'interno di ciascun ecosistema finanziario. Queste divergenze hanno importanti implicazioni per la resilienza del mercato azionario, il comportamento degli investitori e la capacità di scalare imprese innovative o a forte crescita attraverso il capitale pubblico.

La concentrazione della proprietà è una caratteristica che definisce la maturità istituzionale. Il Regno Unito è in testa con 1.600 miliardi di euro di proprietà azionaria istituzionale, seguito da Francia (769 miliardi di euro), Svezia (367 miliardi di euro) e Italia (216 miliardi di euro). Tuttavia, in termini relativi, la proprietà istituzionale domina nel Regno Unito (88%) e in Svezia (78%), mentre la Francia (51%) e l'Italia (48%) presentano una ripartizione quasi equa tra istituzionali e insider. La quota particolarmente elevata di insider in Italia è indicativa di un mercato ancora caratterizzato da imprese a controllo familiare e da un flottante pubblico limitato, che riducono la liquidità del mercato secondario e frenano l'efficacia dell'indice.

Francia e Italia presentano un forte grado di diversificazione internazionale nella proprietà istituzionale. Solo il 16% e il 6% degli investitori istituzionali, rispettivamente, sono nazionali, mentre il 42% in entrambi i Paesi proviene dal Nord America. Ciò riflette sia l'apertura dei loro mercati sia una relativa debolezza della capacità istituzionale interna. Al contrario, la Svezia (34%) e il Regno Unito (32%) mostrano un maggiore equilibrio tra capitali nazionali e regionali (europei). Il Regno Unito beneficia in particolare del fatto di essere un hub finanziario globale, che attrae capitali in tutte le giurisdizioni. Tuttavia, la quasi assenza di ancoraggio istituzionale nazionale in Italia suggerisce che i suoi mercati dei capitali rimangono periferici sia per i portafogli istituzionali nazionali che per i flussi di investimento europei più ampi.

Tra i detentori di insider, definiti come azionisti di controllo, fondatori ed entità private, la predominanza del Paese d'origine è notevole in Svezia (89%) e Francia (84%), mentre rimane elevata in Italia (71%). Ciò riflette la persistenza di strutture proprietarie concentrate nell'Europa continentale. Nel Regno Unito, invece, gli insider sono più distribuiti geograficamente: solo il 23% proviene dal Regno Unito e il 25% dall'Europa, mentre quote significative provengono da Nord America, Africa/Medio Oriente e APAC. Questa frammentazione può aumentare la contendibilità del mercato, ma può anche indebolire l'allineamento della governance a lungo termine.

Le strategie di investimento passive dominano la proprietà dei fondi comuni e degli ETF in tutti e quattro i Paesi, con una percentuale compresa tra il 64% e il 68% del patrimonio aggregato dei fondi. Francia e Regno Unito registrano i volumi maggiori, rispettivamente con 484 e 715 miliardi di euro di partecipazioni passive. Se da un lato questa situazione favorisce la liquidità del mercato e riduce i costi, dall'altro pone delle sfide per la determinazione dei prezzi e la corporate governance. Gli investitori passivi tendono a votare in modo uniforme e a impegnarsi meno con il management, rafforzando potenzialmente l'influenza degli insider dominanti o degli attori statali in mercati meno contestati.

La disaggregazione della proprietà istituzionale per tipologia di detentore chiarisce ulteriormente le debolezze strutturali dell'Italia. In Francia e nel Regno Unito, gli hedge fund, le compagnie di assicurazione e gli enti pubblici rappresentano la maggior parte del capitale istituzionale. In Italia, i gestori patrimoniali e i veicoli immobiliari dominano la proprietà istituzionale, mentre le banche e i fondi pensione contribuiscono marginalmente, sottolineando così la natura bancocentrica dell'ecosistema italiano e la sua base di investitori istituzionali poco sviluppata. La Svezia si distingue per una percentuale relativamente più elevata di capitale istituzionale guidato dalle pensioni, in linea con il suo modello di finanziamento socialdemocratico.

Tra gli insider, la prevalenza della proprietà individuale e di società private è particolarmente elevata in Svezia (87%) e nel Regno Unito (78%), dove le culture imprenditoriali e gli indici di importanza crescente per le PMI danno forma alle strutture di capitale. In Francia la base di insider è distribuita in modo più uniforme, con il 59% detenuto da individui o società private e il 41% da governo ed enti pubblici, un'eredità dell'interventismo dirigista. In Italia, il panorama degli insider è frammentato: i privati detengono il 54% e i gestori patrimoniali il 37%.

I fondi pensione riflettono la capacità strategica a lungo termine. Francia e Regno Unito destinano quote significative ai mercati internazionali, mentre la Svezia rimane ancorata al mercato interno, con il 69% del capitale pensionistico investito in patria. L'Italia è in ritardo in entrambe le dimensioni. Solo il 10% del patrimonio pensionistico italiano è nazionale e le allocazioni sono orientate verso strategie di reddito tradizionali, con un'esposizione limitata alla crescita o a profili di crescita aggressivi. Il valore e il rendimento dominano, riflettendo mandati conservativi che sottoutilizzano gli strumenti del mercato dei capitali per lo sviluppo nazionale a lungo termine.

L'ultima serie di grafici evidenzia l'integrazione, o la mancanza di integrazione, dei fondi pensione dell'UE nella proprietà azionaria transfrontaliera. I fondi pensione del Regno Unito detengono 78 miliardi di euro in azioni dell'UE, prevalentemente concentrate in Svezia e Francia. L'Italia, invece, è a malapena presente tra gli obiettivi o le fonti di investimento dei fondi pensione dell'UE. Solo il 23% dei fondi pensione esteri in Italia proviene dalla Francia e le partecipazioni complessive rimangono minime. Questa marginalità all'interno della rete di capitali pensionistici europei isola ulteriormente l'ecosistema finanziario italiano dalle dinamiche di investimento continentali.

La tassazione delle pensioni svolge un ruolo determinante nella formazione del capitale a lungo termine. Il Plan d'Épargne Retraite (PER) francese consente alle persone fisiche di dedurre i contributi dal reddito imponibile, rinvia la tassazione sui rendimenti e permette di prelevare sia rendite che

somme in un'unica soluzione al momento del pensionamento. All'inizio del 2024, i conti PER avranno un patrimonio di oltre 100 miliardi di euro. Il sistema italiano è notevolmente più limitato: mentre i rendimenti dei fondi pensione sono tassati con un'aliquota favorevole del 20%, la deducibilità dei contributi è limitata a 5.164,57 euro all'anno. Questi limiti limitano la capacità di risparmio pensionistico e riducono la rilevanza sistemica del settore come ancoraggio del mercato dei capitali. Ampliare queste soglie e collegare il trattamento fiscale in modo più diretto all'esposizione al mercato dei capitali, in particolare agli investimenti azionari, allineerebbe meglio gli incentivi pensionistici italiani alle esigenze di un moderno ecosistema finanziario.

FIG. 21. Concentrazione della proprietà per gruppi di investitori

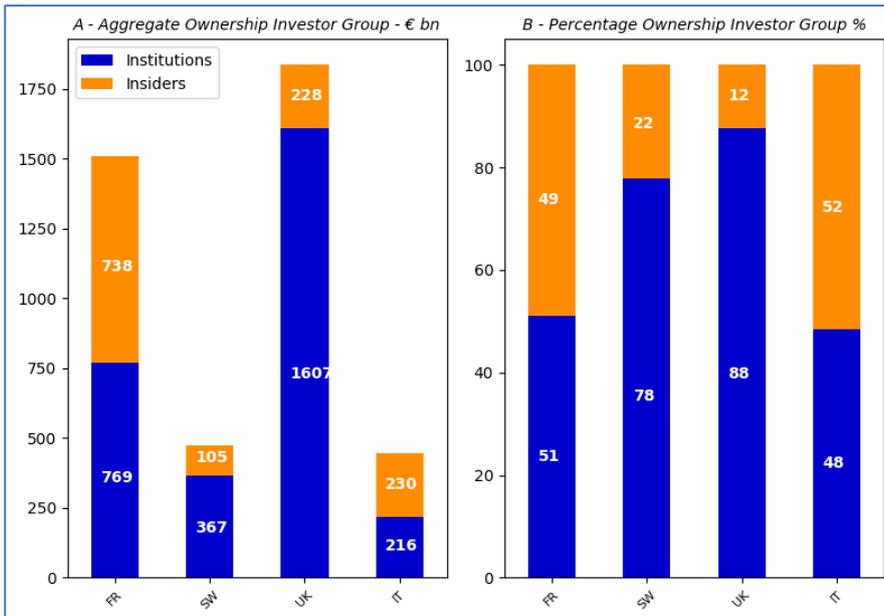


FIG. 22. Concentrazione della proprietà dei Fondi comuni di investimento - ETF per tipologia di fondo

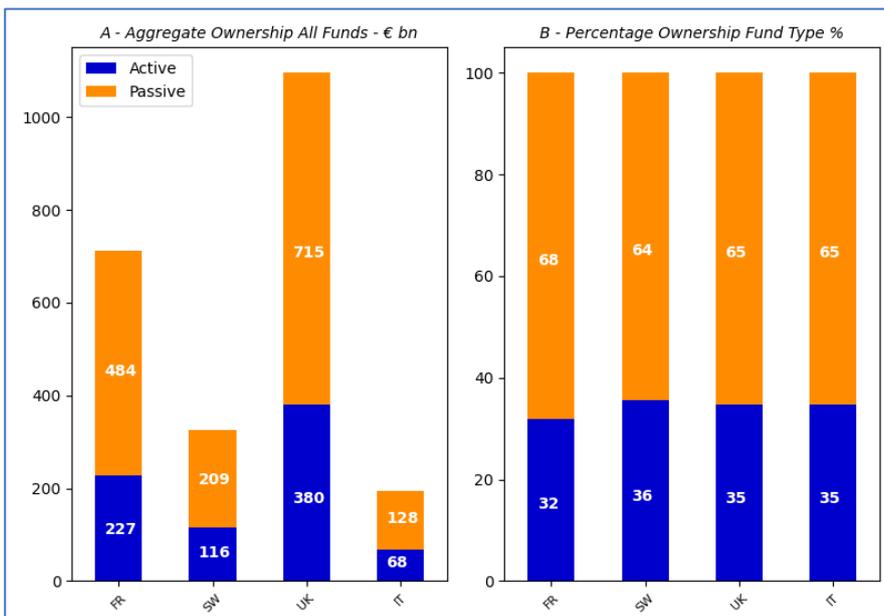


FIG. 23. Concentrazione della proprietà per paese %

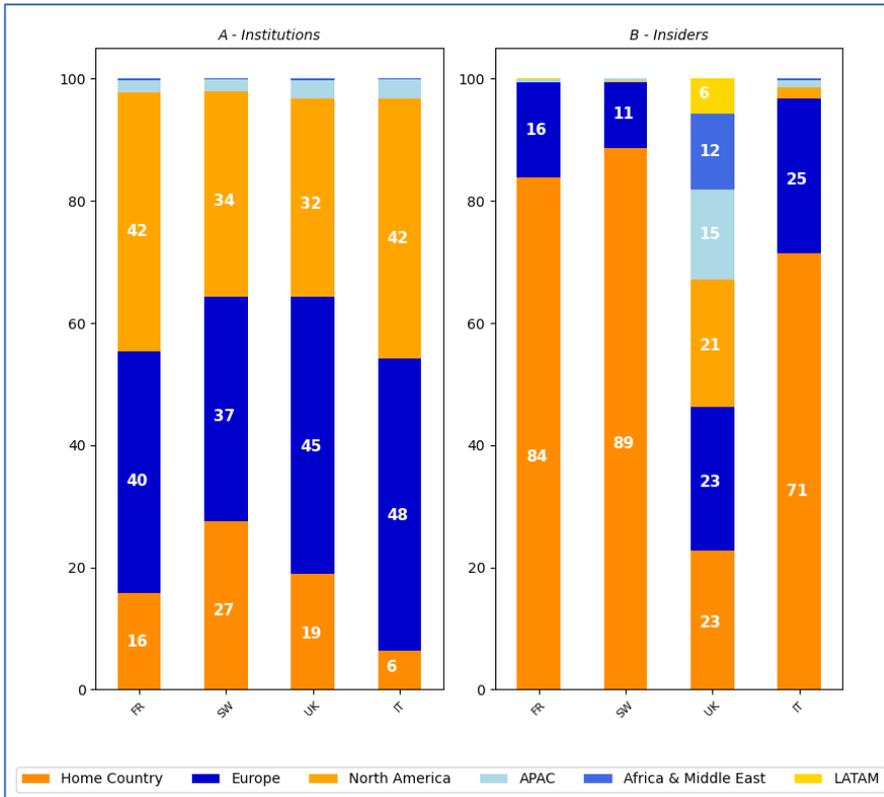


FIG. 24. Concentrazione della proprietà istituzionale per tipologia di detentore

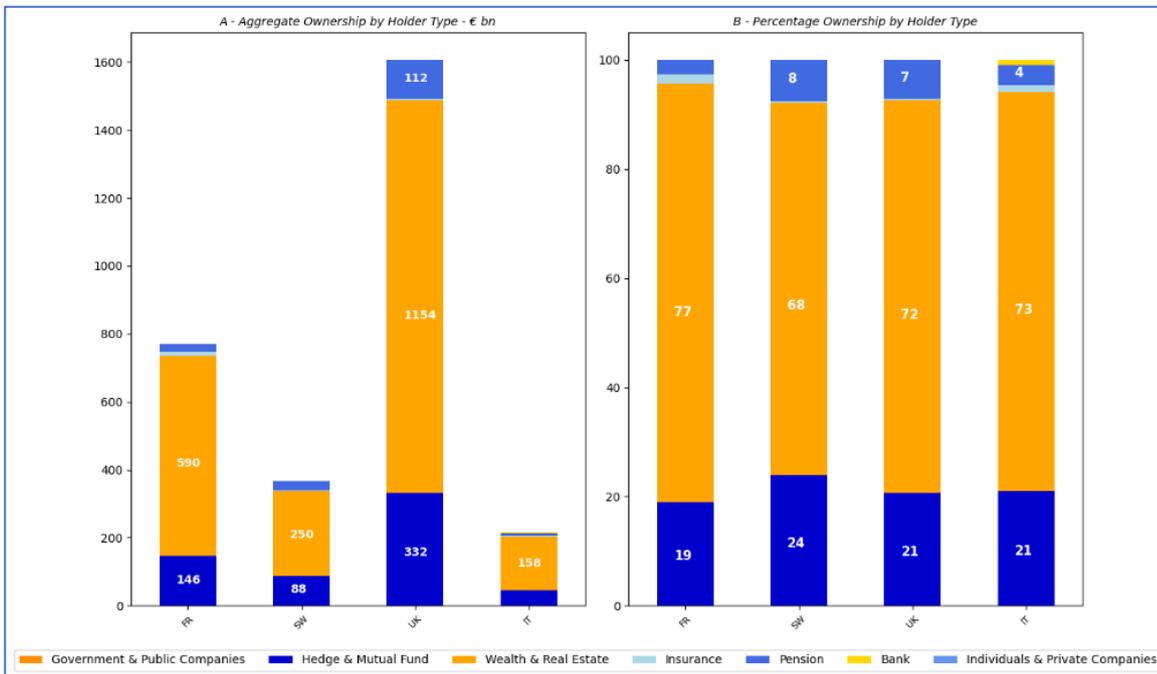


FIG. 25. Concentrazione della proprietà degli insider per tipologia di detentore

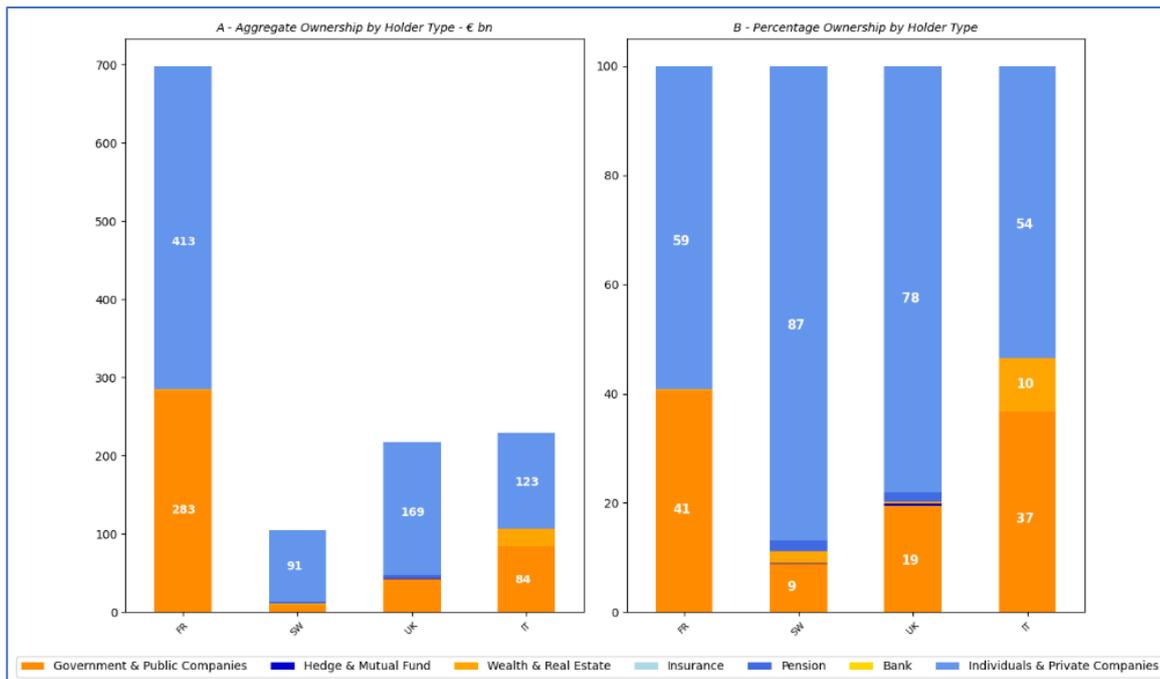


FIG. 26. Concentrazione della proprietà dei fondi pensione

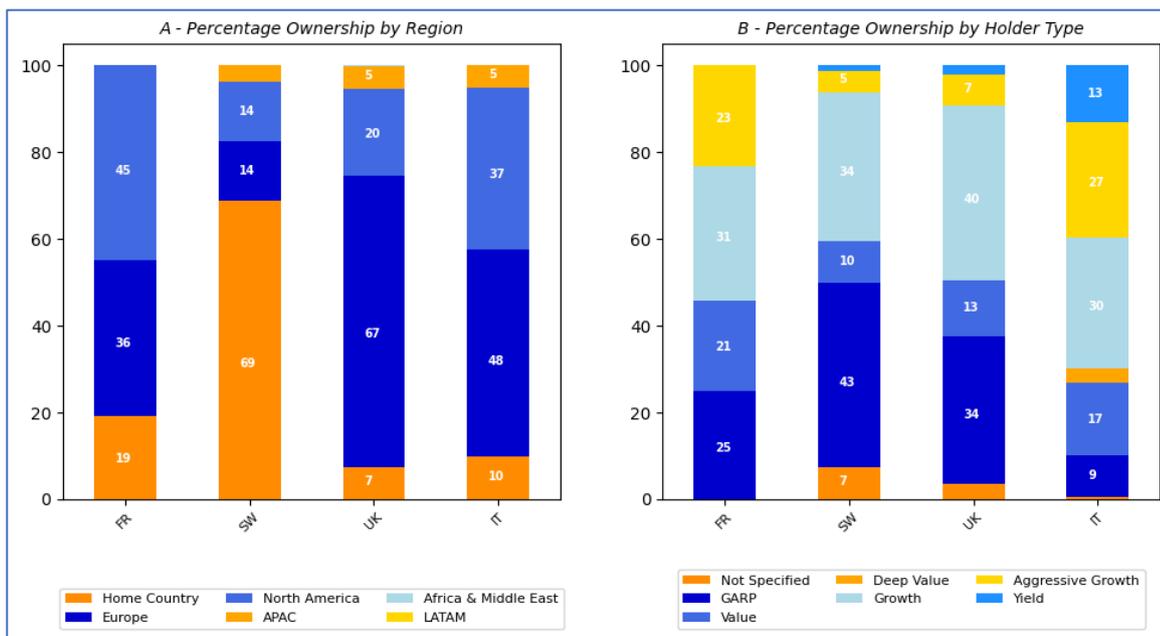
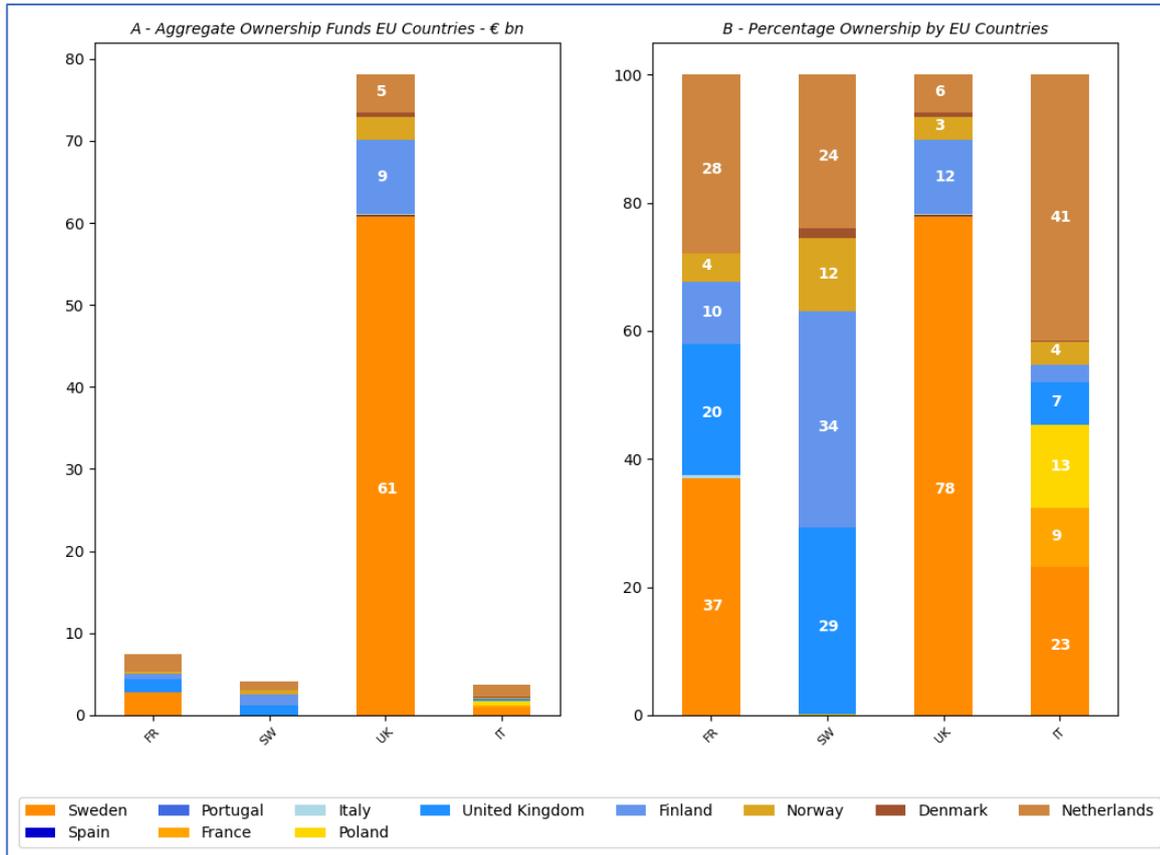


FIG. 27. Concentrazione della proprietà dei fondi pensione europei



Descrizione. Gli assetti proprietari variano notevolmente da un mercato all'altro: nel Regno Unito e in Svezia dominano gli investitori istituzionali, mentre in Francia e in Italia si registra un'elevata partecipazione di insider, in gran parte legati a persone fisiche o a enti pubblici. Francia e Italia si affidano inoltre in larga misura a capitali esteri, soprattutto nordamericani, mentre Svezia e Regno Unito beneficiano di un più forte radicamento istituzionale nazionale. Le strategie passive comprendono oltre il 65% delle attività dei fondi in tutti e quattro i mercati, riducendo l'impegno e la price discovery. I fondi pensione svedesi allocano la maggior parte del capitale a livello nazionale, mentre quelli britannici e francesi investono maggiormente a livello transfrontaliero. L'Italia rimane periferica, con limitati flussi pensionistici in entrata o in uscita e un panorama proprietario frammentato, dominato da individui, gestori patrimoniali e veicoli immobiliari.

4. Analisi dei broker

La presenza e l'attività dei broker, misurata attraverso il numero di stime per società e la percentuale di società quotate oggetto di copertura, offrono una finestra critica sulla salute, la trasparenza e l'impegno istituzionale di un ecosistema finanziario. Queste metriche riflettono non solo il livello di interesse del mercato, ma anche la capacità dell'ecosistema di generare price discovery, ridurre le asimmetrie informative e attrarre la partecipazione degli investitori, soprattutto nei mercati azionari pubblici.

In generale, il Regno Unito continua a essere leader in termini di copertura da parte dei broker, con una percentuale costantemente elevata di società quotate coperte, superiore al 95% dal 2020 al 2022, per poi scendere leggermente al 91,4% nel 2023. Anche il numero medio di stime per società è rimasto elevato, attestandosi intorno a 60 nel periodo. Questo denso ecosistema di broker rafforza la tradizionale forza di Londra nei servizi finanziari e sottolinea la profondità dell'infrastruttura che sostiene i suoi mercati azionari, anche se le quotazioni diminuiscono. La solida copertura degli analisti offre fiducia agli investitori nazionali e internazionali, garantendo la liquidità e riducendo il costo del capitale.

La Svezia, percepita come un mercato più piccolo, mostra una moderata impronta del broker. La percentuale di società coperte rimane inferiore a quella del Regno Unito, con un picco del 68,3% nel 2022 e un leggero calo al 66,8% nel 2023. Si colloca all'ultimo posto per quanto riguarda le stime per società (ad esempio, 31 nel 2021), il che suggerisce una comunità di analisti meno impegnata, soprattutto per quanto riguarda le aziende a piccola e media capitalizzazione. Ciò suggerisce una struttura di mercato in cui un nucleo di aziende, spesso innovative e a forte crescita, attrae una certa copertura, mentre una lunga coda rimane poco servita. L'implicazione è duplice: La Svezia offre una certa profondità per alcune imprese selezionate, ma potrebbero essere necessari ulteriori sforzi per estendere la portata dell'analisi a un mercato più ampio.

In Francia, osserviamo un tasso di copertura costantemente stabile e relativamente elevato, compreso tra il 78,9% e l'81,7%, abbinato a un significativo numero di stime, con una media di 66-58 stime per azienda. Ciò riflette un ecosistema equilibrato, in cui i broker istituzionali coprono un'ampia fascia del mercato e generano un'intensità previsionale ancora più elevata rispetto al Regno Unito. La Francia mantiene un alto livello di trasparenza e di coinvolgimento degli analisti, sostenendo la fiducia degli investitori e fornendo un'ampia copertura con un'elevata attenzione istituzionale.

L'Italia presenta sia uno slancio positivo che lacune persistenti. Tra il 2020 e il 2023, la quota di società quotate con copertura analitica è aumentata dal 79,3% all'86,5%, superando la Francia alla fine del periodo e riflettendo una maggiore trasparenza del mercato e l'interesse della ricerca, probabilmente a causa delle riforme, della crescita dell'intermediazione digitale o dell'aumento dell'interesse degli istituti esteri. Tuttavia, il numero di stime per società è diminuito costantemente, passando da 53 nel 2020 ad appena 47 nel 2023. Ciò suggerisce un importante effetto diluitivo: vengono coperte più società, ma con meno previsioni individuali. Il risultato è una riduzione delle informazioni per società, che potrebbe limitare i benefici di una copertura più ampia in termini di price discovery o di efficienza del trading.

Una delle forze sottostanti che modellano la copertura dei broker in Europa è l'impatto strutturale della MiFID II, il quadro normativo introdotto nel 2018 per aumentare la trasparenza e ridurre i conflitti di interesse nei mercati finanziari. Una caratteristica fondamentale della MiFID II è stata la disaggregazione obbligatoria dei costi di ricerca e di esecuzione (unbundling): i gestori patrimoniali sono ora tenuti a pagare separatamente la ricerca, anziché accorparla alle commissioni di negoziazione. Pur avendo buone intenzioni, questa riforma ha portato a conseguenze indesiderate, soprattutto nei

mercati con un'alta concentrazione di società a piccola e media capitalizzazione. La copertura della ricerca si è concentrata sempre più sui titoli di grandi dimensioni e liquidi, in quanto i broker hanno trovato pochi incentivi commerciali per continuare a produrre ricerca sulle società meno negoziate. La riduzione della copertura del sell-side è stata particolarmente accentuata in Paesi come l'Italia e la Francia, dove la cultura azionaria è meno sviluppata e il mercato della ricerca più fragile. Di conseguenza, le PMI, la spina dorsale di queste economie, si trovano spesso ad affrontare una visibilità ridotta, una price discovery meno efficiente e un impegno più debole da parte degli investitori, tutti fattori che si traducono in un aumento del costo del capitale.

Al contrario, il Regno Unito è stato più isolato da questi effetti, non perché abbia evitato la MiFID II, ma per la presenza strutturale del corporate broking, attività di lunga data nell'ecosistema finanziario britannico. I corporate broker sono nominati dalle società quotate e svolgono un ruolo proattivo nel mantenere le relazioni con gli investitori, nel fornire ricerche e nel garantire un impegno continuo con il mercato. Il corporate broking è un modello orientato alle relazioni che non dipende dai volumi di negoziazione o dalla monetizzazione diretta della ricerca: si proteggono così le società a media e piccola capitalizzazione dagli effetti negativi dell'unbundling. Questo cuscinetto istituzionale ha permesso al Regno Unito di mantenere alti livelli di copertura dei broker e di densità delle stime, anche se in altri mercati europei si è assistito a un forte calo dell'attenzione analitica riservata ai titoli non blue-chip.

Riconoscendo i limiti imposti dalla MiFID II, la Commissione europea ha proposto riforme mirate attraverso l'EU Listing Act, attualmente in fase di negoziazione. Uno degli obiettivi principali dell'atto è quello di aumentare l'attrattiva dei mercati pubblici, in particolare per le PMI, migliorando la copertura della ricerca e riducendo gli oneri amministrativi associati alla quotazione. Tra le sue proposte c'è la reintroduzione di regole di bundling più flessibili per la ricerca sulle PMI, consentendo di fatto di includere i costi di ricerca nelle commissioni di esecuzione a determinate condizioni, oltre a disposizioni volte a promuovere la creazione di piattaforme di ricerca indipendenti e schemi di cofinanziamento pubblico. Queste riforme riflettono il riconoscimento che l'attuale quadro normativo ha inavvertitamente compromesso la trasparenza del mercato per le imprese più piccole e che il ripristino di un ecosistema di ricerca sostenibile è essenziale per l'approfondimento dei mercati dei capitali europei.

Per l'Italia, dove la copertura della ricerca si sta espandendo in ampiezza ma si sta assottigliando in profondità, queste riforme sono estremamente rilevanti. Senza un'azione mirata, sia attraverso un adeguamento normativo che attraverso schemi di incentivazione pubblico-privati, il Paese rischia di perpetuare un mercato azionario a due livelli, in cui solo le grandi imprese ricevono sufficiente attenzione da parte degli investitori, mentre le PMI rimangono nell'ombra. L'integrazione di un modello simile al corporate broking del Regno Unito o la sovvenzione della copertura della ricerca delle PMI attraverso istituzioni pubbliche o incentivi alla quotazione migliorerebbero significativamente la trasparenza, sosterrrebbero la liquidità e aumenterebbero l'efficacia dei mercati dei capitali nel servire l'economia reale.

5. Analisi della liquidità

La liquidità è l'ossigeno dei mercati azionari pubblici, determina l'efficienza dei prezzi, la fiducia degli investitori e, in ultima analisi, la capacità dei mercati dei capitali di supportare l'economia reale. I dati comparativi tra il CAC 40 (Francia), il FTSE 100 (Regno Unito), il FTSE MIB (Italia) e l'OMXS 30 (Svezia) rivelano differenze sorprendenti nelle dimensioni strutturali e comportamentali della liquidità, in particolare in termini di composizione del flottante, velocità di negoziazione e impegno degli investitori istituzionali.

Il CAC 40 francese presenta un mercato azionario strutturalmente solido, con un flottante medio relativamente elevato (77%) e una significativa proprietà istituzionale all'interno del flottante stesso (50%). La capitalizzazione di mercato mediana (36,8 miliardi di euro) e il flottante (25,2 miliardi di euro) sono i più alti tra i peer, sottolineando la natura di large-cap del benchmark francese. Tuttavia, la velocità della liquidità rimane moderata: la velocità di rotazione del flottante (0,77) e la velocità del fatturato (0,58) sono inferiori a quelle del Regno Unito e della Svezia, il che indica una base di investitori più stabile e di lungo periodo. Ciò è in linea con il profilo degli investitori istituzionali francesi, che si concentrano su assicurazioni, pensioni ed enti sovrani, che in genere presentano una frequenza di negoziazione più bassa. Dal punto di vista settoriale, la forte inclinazione del CAC 40 verso i titoli dei consumi e dell'industria (63%) rafforza questa dinamica, in quanto questi settori sono meno inclini al trading speculativo rispetto ai titoli tecnologici o finanziari.

Il FTSE 100 del Regno Unito combina ampiezza e liquidità. Presenta il più alto flottante detenuto dagli istituzionali (83%) e una forte liquidità, con una velocità media del flottante di 1,16 e una velocità di rotazione di 1,00. Nonostante il valore mediano del flottante sia inferiore (13,2 miliardi di euro) rispetto alla Francia, il Regno Unito ha il maggior numero di investitori istituzionali (203), il che riflette il suo status di hub di investimento globale. La distribuzione settoriale è equilibrata, con la finanza che rappresenta il 30% del totale, contribuendo probabilmente a modelli di trading relativamente attivi. I mercati dei capitali del Regno Unito rimangono strutturalmente solidi, sebbene la pipeline di IPO sia rallentata. La liquidità rimane concentrata sulle blue chip tradizionali, con un limitato rinnovamento generazionale, una caratteristica tipica dei mercati azionari pubblici maturi ma meno orientati all'innovazione.

L'OMXS 30 svedese offre un profilo di liquidità sorprendentemente diverso. Nonostante una capitalizzazione di mercato mediana relativamente modesta (8,9 miliardi di euro), i suoi indicatori di velocità sono notevolmente forti: la velocità del flottante è pari a 1,44 e la velocità di rotazione a 1,14, la più alta tra i quattro indici. Il mercato svedese è caratterizzato da un impegno del retail, da conti di investimento fiscalmente agevolati (ad esempio, ISK) e da un trading secondario dinamico, sostenuto da un'elevata trasparenza e dalla penetrazione dell'intermediazione digitale. La proprietà istituzionale del flottante (61%) è elevata in termini relativi, ma non dominante, il che consente un maggiore dinamismo di trading. Dal punto di vista settoriale, l'OMXS 30 presenta la composizione più diversificata tra i segmenti dei consumi, dell'industria e della finanza, consentendo resilienza e adattabilità nei cicli di trading.

Il FTSE MIB italiano, invece, rimane strutturalmente vincolato. L'indice ha il flottante medio più basso (48%) e il valore mediano più basso (5,5 miliardi di euro). Il flottante e la velocità di rotazione sono i più deboli del gruppo di confronto (rispettivamente 0,42 e 0,20), il che riflette la scarsa attività di trading e il limitato impegno degli investitori. La proprietà istituzionale è bassa (47% del flottante) e il numero di partecipanti istituzionali è il più basso tra i pari (144). Ciò suggerisce una persistente dipendenza dalla proprietà familiare, dagli investitori affiliati alle banche e dalla limitata copertura degli analisti,

caratteristiche che insieme scoraggiano la formazione di liquidità. Sebbene le ponderazioni settoriali siano più bilanciate rispetto a Francia e Svezia, con consumatori, industria e finanza che contribuiscono ciascuno per circa un terzo, questa diversificazione non si è tradotta in dinamismo di trading. L'elevato rapporto tra CVT mediano e flottante (1,55) suggerisce che, quando le azioni vengono scambiate, circolano all'interno di una ristretta base di titoli disponibili, esacerbando potenzialmente la volatilità e l'inefficienza dei prezzi.

Un ultimo elemento di comprensione deriva dall'inclinazione settoriale: in tutti gli indici, i settori dei consumi e della tecnologia hanno maggiori probabilità di generare fatturato. La Francia, con un'esposizione del 63% al settore consumer/tech, compensa in parte il suo più lento tasso di turnover, mentre l'Italia, nonostante un peso analogo del 35% nel settore consumer/tech, registra una performance inferiore nelle metriche di turnover, il che suggerisce la presenza di altri ostacoli strutturali, come le carenze di liquidità post-IPO o i deboli incentivi per gli investitori. La Svezia, con una minore concentrazione settoriale nel settore tecnologico, continua a sovraperformare, confermando il ruolo abilitante del supporto istituzionale e dell'accesso al retail.

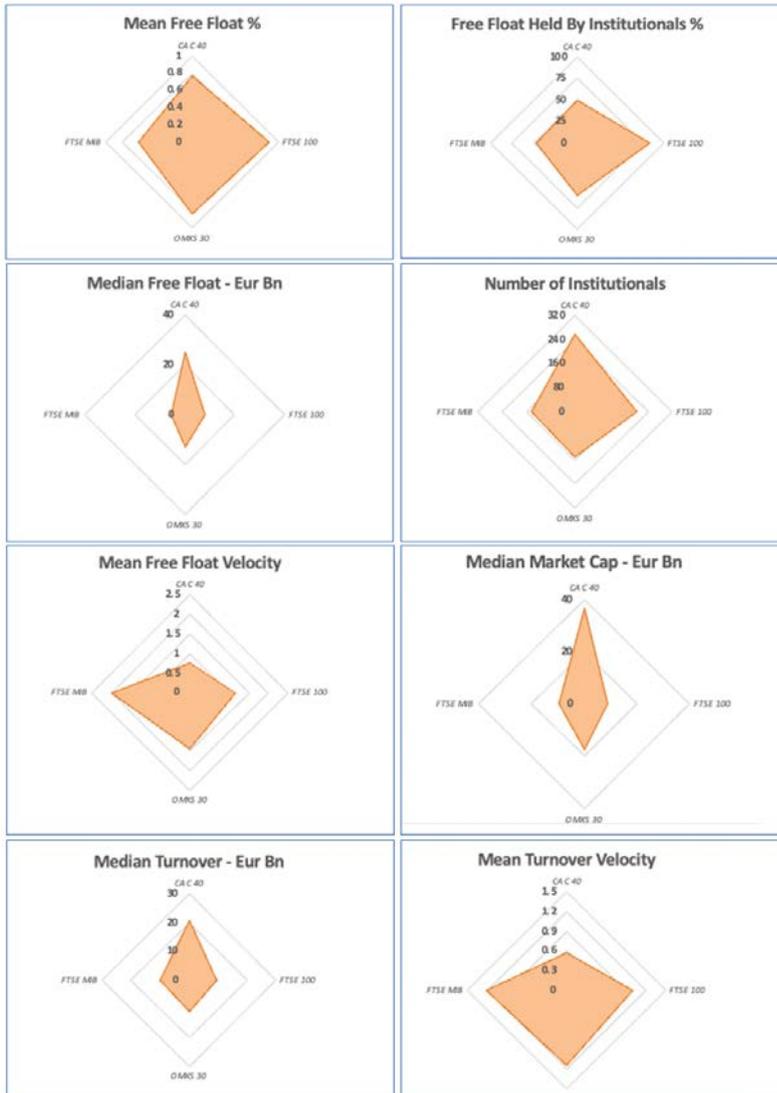
In sintesi, Francia e Regno Unito presentano una liquidità istituzionalizzata sostenuta dalla stabilità delle grandi capitali e dalla portata globale degli investimenti. La Svezia mostra un dinamismo partecipativo, guidato dal retail e con un'elevata efficienza di rotazione. L'Italia, invece, continua a riflettere un'inerzia strutturale, con un flottante limitato, scambi poco approfonditi e una profondità istituzionale limitata. Affinché l'Italia possa migliorare la sua funzione di mercato, le riforme devono affrontare sia le barriere dal lato dell'offerta che quelle dal lato della domanda: aumentare il flottante attraverso dismissioni e quotazioni pubbliche, ridurre le frizioni per gli investitori istituzionali nazionali ed esteri e stimolare il trading retail attraverso conti a lungo termine incentivati fiscalmente. Come dimostrano i dati, la liquidità non è semplicemente una funzione del capitale, ma riflette il modo in cui tale capitale è strutturato, impiegato e fidato.

FIG. 28. Condizioni di liquidità dei mercati azionari

	CAC 40	FTSE 100	OMXS 30	FTSE MIB
Median CVT / FF	0,70	1,07	0,86	1,55
Median MktCap	36.755,25	8.932,80	17.641,97	9.522,82
Median CVT	20.583,30	9.528,17	11.014,84	10.003,85
Median CVT (bn)	20,58	9,53	11,01	10,00
Median Daily CVT	23,21	10,77	12,56	11,37
Agg CVT	994.357,73	2.032.173,49	349.843,11	776.454,20
Mean FF %	0,77	0,88	0,83	0,62
Median FF	25.233,72	8.014,89	13.200,76	5.513,12
Avg FF Velocity	0,77	1,16	1,44	2,00
Avg Turnover Velocity	0,58	1,00	1,14	1,22
FF of Inst (%)	0,50	0,83	0,61	0,47
FF of Inst %	13.225,97	83,45	60,86	47,28
Median FF of Inst	258,80	6.694,63	7.604,23	2.692,69
Number of Inst	25,23371938	203,17	150,12	144,18
Mean MktCap Billion	36,76	8,93	17,64	9,528
Mean FF Billion	25,23	8,01	13,20	5,51

Descrizione. Le condizioni di liquidità variano notevolmente tra i mercati azionari europei. L'OMXS 30 svedese mostra la velocità di negoziazione più elevata (1,44x il fatturato del flottante), grazie alla forte attività retail e all'accesso all'intermediazione digitale. Il FTSE 100 del Regno Unito combina un'ampia proprietà istituzionale (83%) con un elevato turnover, riflettendo il suo ruolo di hub di investimento globale. Il CAC 40 francese è più stabile, con una velocità inferiore ma con la media più alta di market cap e flottante. Il FTSE MIB italiano rimane strutturalmente illiquido, con la quota di flottante più bassa (48%) e le metriche di rotazione più deboli, sottolineando la limitata profondità del mercato, la proprietà dominata dalle famiglie e i deboli incentivi per gli investitori.

FIG. 29. Dettaglio delle condizioni di liquidità



Descrizione. Il mercato azionario svedese si distingue per l'elevata velocità e per il dinamismo guidato dalla vendita retail, con l'OMXS 30 che mostra sia il fatturato più elevato sia una forte dispersione tra i settori. Il Regno Unito combina una profonda proprietà istituzionale con un trading settoriale equilibrato e un ampio impegno sul mercato. La Francia presenta un profilo a grande capitalizzazione e a bassa velocità, sostenuto da detentori istituzionali stabili, mentre la liquidità dell'Italia è strutturalmente limitata da un basso flottante, da volumi di negoziazione deboli e da un'elevata concentrazione in pochi nomi. In tutti i mercati, le differenze settoriali sono pronunciate: i titoli dei beni di consumo e tecnologici tendono a scambiare più attivamente, mentre i titoli finanziari e industriali registrano un turnover relativo inferiore.

FIG. 30 Composizione settoriale dei maggiori indici

	Consumatori e tecnologia	Industria e infrastrutture	Finanza
CAC 40	0.63	0.23	0.15
FTSE 100	0.49	0.21	0.30
FTSE MIB	0.35	0.30	0.35
OMXS 30	0.40	0.37	0.23
Media	0.47	0.28	0.26

Descrizione. I settori dei consumi e delle tecnologie presentano costantemente i rapporti di rotazione più elevati in tutti gli indici, con Francia e Svezia in testa per quanto riguarda la liquidità dei titoli dei consumi. Al contrario, i titoli finanziari mostrano una minore attività di trading, in particolare in Italia e nel Regno Unito, suggerendo un freno settoriale alla velocità complessiva del mercato. La Svezia mostra la liquidità più bilanciata tra i vari settori, mentre il mercato francese è pesante ma stabile.

6. Assicurazioni e fondi pensione

6.1 Pensioni

L'allocazione degli asset dei fondi pensione in Francia, Italia, Svezia e Regno Unito riflette strategie d'investimento distinte, modellate dai quadri normativi nazionali, dalle condizioni economiche e dalle preferenze di rischio. Sebbene le obbligazioni rimangano la classe di attività dominante, la loro importanza relativa varia e la crescente quota di investimenti alternativi e di liquidità suggerisce una tendenza più ampia alla diversificazione e alla gestione della liquidità.

In Francia, le allocazioni dei fondi pensione sono fortemente concentrate sulle obbligazioni, che rappresentano il 70% del patrimonio nel 2023, mentre le azioni rappresentano solo l'8%. La bassa esposizione azionaria sottolinea un approccio conservativo, in linea con il sistema pensionistico francese a forte prevalenza statale, in cui la conservazione del capitale ha la precedenza sulle strategie ad alto rischio e ad alto rendimento.

L'Italia presenta un'allocazione più equilibrata, con le obbligazioni che rappresentano il 49% del patrimonio nel 2023, mentre le azioni rappresentano il 24%, mostrando una maggiore tolleranza per l'esposizione al mercato azionario rispetto alla Francia. Tuttavia, il calo della categoria "Altri investimenti" dal 24% nel 2020 al 21% nel 2023 suggerisce un allontanamento dagli asset non tradizionali a favore delle partecipazioni di base nel reddito fisso e nelle azioni. L'allocazione relativamente stabile in contanti, pari al 6%, indica una moderata preferenza per la liquidità, forse come cuscinetto contro la volatilità del mercato.

La Svezia presenta la struttura pensionistica più pesante dal punto di vista azionario, con le azioni che rappresentano il 49% del patrimonio totale nel 2023, in leggero calo rispetto al 52% del 2021. Il calo dell'esposizione azionaria coincide con una riallocazione verso le obbligazioni, che salgono al 35% nel 2023, suggerendo una strategia di riduzione graduale del rischio. La costante diminuzione della voce "Altri investimenti", passata dal 19% nel 2020 al 13% nel 2023, riflette un allontanamento concentrato dagli asset alternativi, probabilmente a causa delle mutate condizioni di mercato o delle influenze normative. A differenza di Francia e Italia, il sistema pensionistico svedese rimane significativamente investito in azioni, rafforzando una preferenza culturale di lunga data per la partecipazione al mercato azionario.

L'allocazione dei fondi pensione del Regno Unito, pur essendo ancora dominata dalle obbligazioni (68,9% nel 2023), ha visto un persistente calo dell'esposizione azionaria, passata dal 20,4% nel 2020 al 18% nel 2023. Ciò è in linea con la tendenza più ampia dei fondi pensione britannici a ridurre le loro partecipazioni azionarie nazionali, il che ha contribuito alle difficoltà di liquidità del mercato azionario del Regno Unito. In particolare, la quota di investimenti "Cash + Others" è aumentata dall'8,9% nel 2022 al 13,1% nel 2023, suggerendo una crescente preferenza per la liquidità e gli asset alternativi, probabilmente private equity, infrastrutture o hedge fund.

Sebbene i dati indichino che l'Italia destina una quota maggiore del patrimonio dei fondi pensione alle azioni (24%) rispetto alla Francia (8%), questo confronto può essere fuorviante se preso al valore nominale. In pratica, l'Italia rimane uno dei sistemi pensionistici meno orientati alle azioni in Europa se si considerano sia le dimensioni assolute del settore dei fondi pensione sia la sua funzione strategica all'interno dei mercati dei capitali. I fondi pensione italiani sono molto frammentati e avversi al rischio, con allocazioni azionarie spesso limitate all'esposizione passiva o ai mercati esteri, offrendo scarso sostegno alla borsa valori nazionale o alle imprese orientate alla crescita. Inoltre, nonostante la quota nominale, l'Italia non dispone dei quadri di governance e dei mandati a lungo termine che caratterizzano le partecipazioni azionarie dei fondi AP svedesi o dei regimi professionali britannici. In

Svezia, ad esempio, quasi la metà di tutti gli attivi pensionistici è investita in azioni, principalmente nazionali ed europee, a testimonianza di dimensioni e finalità strategiche. Al contrario, l'esposizione azionaria italiana rimane di natura conservativa, guidata più dalla necessità che dalla convinzione, e contribuisce solo marginalmente alla profondità del mercato dei capitali o al finanziamento delle imprese. Ciò evidenzia una lacuna critica nell'ecosistema finanziario italiano: il sottoutilizzo del capitale pensionistico come ancoraggio a lungo termine per i mercati azionari nazionali e un'opportunità mancata di investimento produttivo.

Anche il trattamento fiscale influenza le allocazioni dei portafogli istituzionali. In Francia, i contributi ai fondi pensione sono deducibili dalle imposte e i rendimenti sono fiscalmente differiti, sostenendo gli investimenti a lungo termine nei mercati dei capitali. I fondi pensione italiani sono soggetti a un'imposta sostitutiva del 20% sui rendimenti e la deducibilità dei contributi è limitata a 5.164 euro all'anno.

FIG. 31. Ripartizione del portafoglio dei fondi pensione

FRANCIA	2020	2021	2022	2023
Cash	–	–	–	1%
Bonds	–	–	–	70%
Equity	–	–	–	8%
Other investments	–	–	–	21%
				100%
ITALIA	2020	2021	2022	Y2023
Cash	7%	7%	7%	6%
Bonds	48%	46%	47%	49%
Equity	21%	24%	22%	24%
Other investments	24%	23%	23%	21%
	100%	100%	99%	100%
SVEZIA	2020	2021	2022	2023
Cash	1%	1%	2%	2%
Bonds	35%	31%	32%	35%
Equity	45%	52%	51%	49%
Other investments	19%	16%	14%	13%
	100%	100%	99%	100%
ASSICURAZIONE REGNO UNITO	2020	2021	2022	2023
Bonds	69.20%	72.00%	71.60%	68.90%
Equity	20.40%	19.00%	19.50%	18.00%
Cash + Other	10.40%	9.10%	8.90%	13.10%

Descrizione. Il sistema pensionistico svedese è il più orientato alle azioni, mantenendo un'allocazione prossima al 50% alle azioni per tutto il periodo 2020-2023, pur aumentando l'esposizione alle alternative. Il Regno Unito rimane fortemente orientato alle obbligazioni (68,9% nel 2023), ma mostra un crescente spostamento verso la liquidità e altri asset. L'Italia è più equilibrata, con un mix stabile di obbligazioni (~49%) e azioni (~24%), ma non ha le dimensioni e la centralizzazione della Svezia o del Regno Unito. La Francia rimane la più conservativa, con il 70% di obbligazioni e solo l'8% di azioni, a testimonianza di un modello pensionistico a gestione statale e di conservazione del capitale con un'esposizione limitata al mercato pubblico.

6.2 Assicurazioni

L'allocazione degli asset assicurativi in Francia, Italia, Svezia e Regno Unito presenta un quadro rivelatore di come questi sistemi finanziari strutturano i loro investimenti. Sebbene le obbligazioni rimangano la classe di attività dominante in molti mercati, la crescente allocazione ad "Altri" investimenti suggerisce uno spostamento verso attività alternative, immobili, private equity e infrastrutture.

In Francia, l'asset allocation delle assicurazioni ha subito una trasformazione significativa. Mentre un tempo le obbligazioni costituivano oltre il 55% dei portafogli, la loro quota è scesa al 40,6% nel 2023, indicando una riallocazione del capitale. Le azioni, invece, sono rimaste basse e stabili, intorno al 2,7%, riflettendo la storica preferenza per gli asset a reddito fisso e gli strumenti di investimento strutturati. Il cambiamento più evidente riguarda la categoria "Altro", che è passata dal 41,3% del 2016 al 55,8% del 2023. Questo aumento è in gran parte determinato da maggiori allocazioni in organismi di investimento collettivo (OIC), prestiti, mutui e investimenti alternativi, come evidenziato dai dati di bilancio di Banque de France.

L'Italia segue una tendenza simile, con un'allocazione obbligazionaria in calo (dal 58,7% nel 2016 al 46,3% nel 2023) e una presenza limitata di azioni, che ha raggiunto un picco di appena l'1,5% nel 2022 prima di scendere all'1,3% nel 2023. La categoria "Altro", che comprende immobili, infrastrutture e attività alternative, è passata dal 39,1% del 2016 al 51,3% del 2023. Ciò suggerisce una graduale diversificazione dagli investimenti tradizionali a reddito fisso verso attività a più alto rendimento e a lungo termine.

La Svezia rappresenta un caso unico tra questi mercati. Storicamente, gli assicuratori svedesi hanno detenuto posizioni azionarie sostanziali, con allocazioni che hanno raggiunto il 13,9% nel 2016. Tuttavia, questa cifra è diminuita drasticamente, raggiungendo appena il 6,2% nel 2023, segnando un importante cambiamento strategico. Anche le allocazioni obbligazionarie sono diminuite, passando dal 25,9% del 2016 al 15,6% del 2023. Nel frattempo, la categoria "Altro" è salita dal 57,8% al 76,2%, segnalando un deciso spostamento verso gli investimenti alternativi, gli immobili e gli asset del mercato privato. Ciò è in linea con il modello pensionistico svedese, dove i fondi AP sostenuti dallo Stato hanno sempre più perseguito la diversificazione in infrastrutture e private equity.

Il settore assicurativo britannico, pur essendo ancora fortemente incentrato sulle obbligazioni (49,1% nel 2023), ha registrato anche un calo delle allocazioni azionarie, passando dal 7,7% nel 2020 ad appena il 5,1% nel 2023. Ciò riflette una tendenza più ampia dei fondi assicurativi britannici a ridurre l'esposizione alle azioni nazionali, che è scesa da oltre il 50% di due decenni fa ad appena il 4-6% di oggi. Allo stesso tempo, la categoria "Altro" è aumentata costantemente, arrivando a rappresentare il 36,0% delle allocazioni nel 2023, suggerendo una crescente preferenza per gli asset privati, le infrastrutture e gli alternativi.

I dati principali sono i seguenti: 1) Le obbligazioni rimangono la classe di attivi più importante in tutti e quattro i Paesi, ma la loro quota è diminuita in modo significativo poiché gli investitori cercano rendimenti più elevati altrove. 2) Le azioni sono sempre più marginali, in particolare in Francia e in Italia, mentre anche la Svezia, nonostante la sua storica esposizione azionaria, ha ridotto la sua allocazione. 3) Gli investimenti "di altro tipo" stanno aumentando, riflettendo uno spostamento verso il private equity, le infrastrutture e il settore immobiliare, in particolare in Svezia e nel Regno Unito. 4) Il calo dell'esposizione azionaria nazionale nel Regno Unito è particolarmente degno di nota, in quanto i fondi pensione hanno allontanato i capitali dalle società quotate nel Regno Unito, sollevando preoccupazioni sulla liquidità del mercato e sui flussi di investimento a lungo termine.

Questi trend illustrano una più ampia trasformazione strutturale delle strategie di investimento delle pensioni e delle assicurazioni europee, in quanto i fondi cercano di bilanciare la stabilità con le opportunità di crescita a lungo termine in un panorama economico in evoluzione.

FIG. 32. Ripartizione del portafoglio delle assicurazioni

FRANCIA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Patrimonio netto	2,9%	2,9%	2,8%	3,0%	2,8%	3,3%	3,0%	2,7%
Obbligazioni	55,1%	52,8%	52,9%	51,6%	50,7%	46,9%	41,5%	40,6%
Contanti	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,8%	0,9%
Altro	41,3%	43,6%	43,5%	44,6%	45,7%	49,1%	54,7%	55,8%
ITALIA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Patrimonio netto	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,0%	1,3%	1,5%	1,3%
Obbligazioni	58,7%	56,5%	56,0%	55,3%	55,5%	52,0%	48,1%	46,3%
Contanti	1,2%	1,0%	1,0%	0,7%	0,8%	1,0%	1,1%	1,1%
Altro	39,1%	41,2%	41,8%	42,6%	42,7%	45,7%	49,4%	51,3%
SVEZIA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Patrimonio netto	13,9%	11,6%	10,6%	10,6%	10,7%	11,5%	6,4%	6,2%
Obbligazioni	25,9%	24,8%	25,5%	22,7%	20,8%	17,3%	16,7%	15,6%
Contanti	2,4%	2,0%	2,2%	2,0%	2,3%	1,9%	1,9%	2,0%
Altro	57,8%	61,6%	61,8%	64,7%	66,2%	69,3%	75,0%	76,2%
ASSICURAZIONE REGNO UNITO					2020	2021	2022	2023
Cassa					9,4%	9,3%	10,1%	9,8%
Obbligazioni					49,6%	48,9%	45,7%	49,1%
Patrimonio					7,7%	6,7%	7,8%	5,1%
Altro					33,2%	35,1%	36,4%	36,0%

Descrizione. I portafogli assicurativi in Europa si sono costantemente spostati dalle obbligazioni agli asset alternativi. Francia e Italia mantengono un'esposizione azionaria estremamente bassa (rispettivamente ~2,7% e 1,3%), mentre espandono le allocazioni "Altro" a oltre il 50%, riflettendo il crescente interesse per immobili, private equity e prodotti strutturati. La Svezia, un tempo fortemente azionaria, ha ridotto drasticamente le sue partecipazioni azionarie fino a raggiungere appena il 6,2% entro il 2023, riallocando sui mercati privati. Gli assicuratori del Regno Unito rispecchiano questa tendenza, con un'allocazione azionaria che scende sotto il 6% e una quota crescente di asset che si sposta verso gli alternativi, evidenziando una trasformazione a livello continentale della strategia di investimento assicurativa verso asset illiquidi e di lunga durata.

7. PEA PIR ISK ISA

Il confronto tra gli strumenti di investimento retail nelle diverse giurisdizioni evidenzia i diversi livelli di successo nella partecipazione al mercato azionario, in gran parte determinati da quadri normativi, incentivi fiscali e comportamenti degli investitori. La tabella e i grafici indicano disparità significative nei tassi di adozione, nell'allocazione della ricchezza finanziaria totale e nell'efficacia dei diversi schemi nel mobilitare i risparmi delle famiglie verso i mercati azionari.

Tra gli strumenti di investimento analizzati, l'ISK (Investeringssparkonto) svedese emerge come il più efficace nel promuovere la partecipazione degli investitori retail al mercato azionario. Con un tasso di adozione del 47% e il 12% della ricchezza finanziaria totale allocata in conti ISK, la Svezia dimostra una forte cultura dell'investimento retail. Questo successo può essere attribuito a una combinazione di incentivi fiscali storici, familiarità culturale con le azioni e integrazione con il sistema pensionistico. La precoce introduzione di schemi di investimento azionario esenti da imposte negli anni '80 ha coinciso con un periodo di forti performance di mercato, radicando le abitudini di investimento azionario nelle famiglie svedesi. Inoltre, il sistema pensionistico premium svedese, che destina il 2,5% del salario individuale a fondi di investimento, ha ulteriormente normalizzato la partecipazione ai mercati dei capitali.

Il PEA (Plan d'Épargne en Actions) francese, pur essendo efficace rispetto ad altri sistemi europei, presenta un tasso di adozione del 13,4% e detiene un modesto 2,3% della ricchezza finanziaria totale. I benefici fiscali del PEA, che esentano le plusvalenze dall'imposta sul reddito dopo cinque anni, hanno contribuito alla sua stabilità. Tuttavia, il suo impatto è in qualche modo limitato dai limiti normativi sugli investimenti ammissibili, in quanto richiede che almeno il 75% del patrimonio sia allocato in azioni europee, riducendo la sua flessibilità rispetto all'ISK svedese. La preferenza francese per le assicurazioni sulla vita come strumento di risparmio limita ulteriormente la partecipazione al PEA, come evidenziato nel documento.

L'ISA (Investment Savings Account) rimane una componente fondamentale del sistema di risparmio britannico, con un tasso di adozione del 52%, a dimostrazione dell'ampia adozione di strumenti di investimento fiscalmente efficienti. In particolare, lo Stocks and Shares ISA facilita la partecipazione al mercato azionario esentando dalla tassazione le plusvalenze e i dividendi. Tuttavia, il rapporto evidenzia una recente tendenza al calo delle allocazioni agli ISA azionari, in parte dovuta alle preoccupazioni per la volatilità dei mercati e allo spostamento verso asset più sicuri. Per contrastare questa tendenza, il governo britannico ha introdotto l'ISA britannico nel 2024, aggiungendo una franchigia di 5.000 sterline esente da imposte specificamente per gli investimenti nazionali, con l'obiettivo di rinvigorire la partecipazione al mercato azionario del Regno Unito.

I PIR italiani (Piani Individuali di Risparmio), introdotti nel 2017, hanno faticato ad affermarsi, con un tasso di adozione di appena l'1,5% e una quota dello 0,5% della ricchezza finanziaria. Sebbene offra la piena esenzione fiscale sui guadagni, l'obbligo di allocare il 70% del patrimonio in titoli italiani limita la diversificazione e ha probabilmente smorzato l'entusiasmo degli investitori. La mancanza di una forte cultura dell'investimento retail e la predominanza dei titoli di Stato nei portafogli italiani contribuiscono ulteriormente al suo limitato successo.

La Francia, il Regno Unito e la Svezia hanno implementato programmi di investimento retail protetti dalle imposte che spostano in modo significativo i risparmi delle famiglie verso i mercati azionari. I conti PEA e PEA-PME in Francia offrono l'esenzione totale dall'imposta sul reddito sui dividendi e sulle plusvalenze dopo cinque anni, con il solo pagamento dei contributi sociali. Questi conti hanno attirato

oltre 115 miliardi di euro di attività e rappresentano un pilastro fondamentale della partecipazione al mercato retail. Il regime italiano dei PIR offre un trattamento fiscale analogo - esenzione dall'imposta sul reddito dopo cinque anni per gli investimenti qualificati in PMI nazionali - ma impone regole di composizione del portafoglio e soglie di investimento più severe. Nonostante l'offerta di benefici aggiuntivi per i PIR basati sulle assicurazioni e per gli investimenti in start-up innovative, l'adozione in Italia rimane limitata, in parte a causa di una minore consapevolezza e di una più debole cultura dell'equity. Allineare gli incentivi retail con i benefici fiscali a lungo termine, come dimostrano l'ISK della Svezia o l'ISA del Regno Unito, rimane essenziale per ampliare la base degli investitori nazionali.

Incentivi fiscali mirati sono fondamentali per rafforzare il finanziamento azionario delle PMI. Le strutture francesi PEA-PME, FCPI e FIP combinano tutte deduzioni preferenziali dall'imposta sul reddito con esenzioni totali dalle plusvalenze dopo un periodo minimo di detenzione, incanalando il capitale privato verso le imprese a forte crescita. L'Italia ha risposto con miglioramenti al quadro dei PIR, tra cui l'ampliamento delle soglie di investimento e dei crediti d'imposta per gli investimenti in start-up e PMI innovative, che in alcuni casi arrivano al 65%. Tuttavia, l'adozione è stata modesta. L'esecuzione frammentata, la scarsa consapevolezza e i rigidi vincoli di allocazione hanno ostacolato la diffusione di questi strumenti. In Francia, invece, la sovrapposizione di schemi incentrati sulle PMI con un'architettura di investimenti pubblici di sostegno (ad esempio, la CDC Croissance) garantisce l'allineamento tra gli incentivi fiscali e l'effettivo impiego di capitale. L'Italia potrebbe replicare questo sistema abbinando le agevolazioni fiscali a programmi di co-investimento statali o a un accesso semplificato del retail a strumenti di investimento incentrati sulle PMI.

Nel complesso, il grado di successo di questi strumenti di investimento è fortemente correlato agli incentivi fiscali, alla flessibilità normativa e ai fattori culturali. L'ISK svedese beneficia di politiche fiscali storiche e di abitudini di investimento radicate, mentre il PEA francese e il PIR italiano devono fare i conti con i rigidi requisiti di ammissibilità e con veicoli di risparmio concorrenti. L'ISA del Regno Unito rimane solido, ma sta subendo degli aggiustamenti politici per sostenere il suo impatto. Questi risultati rafforzano l'importanza degli incentivi politici e dell'accessibilità del mercato nel plasmare la partecipazione degli investitori retail nei diversi ecosistemi finanziari.

FIG. 33. % della ricchezza delle famiglie impiegata negli strumenti

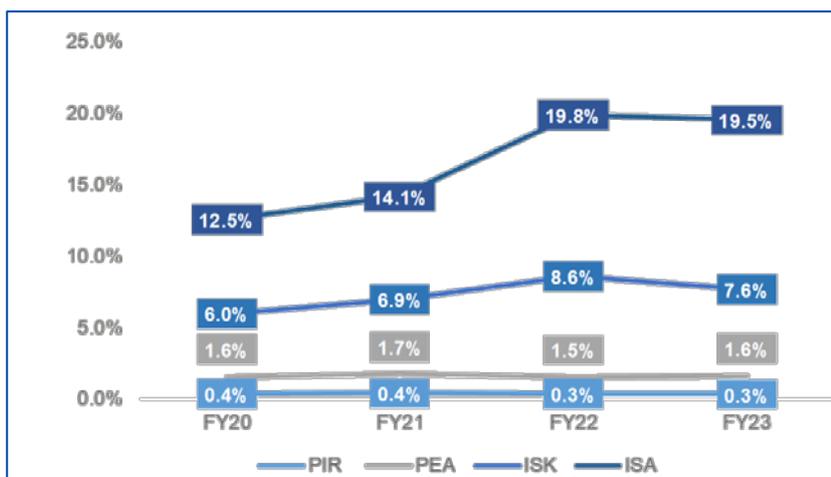


FIG. 34. Tasso di adozione

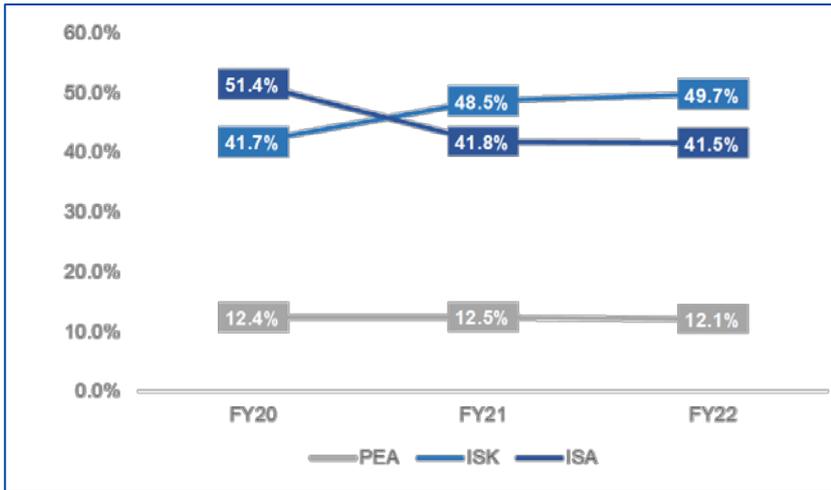


FIG. 35. Afflussi di capitale / Capitale gestito

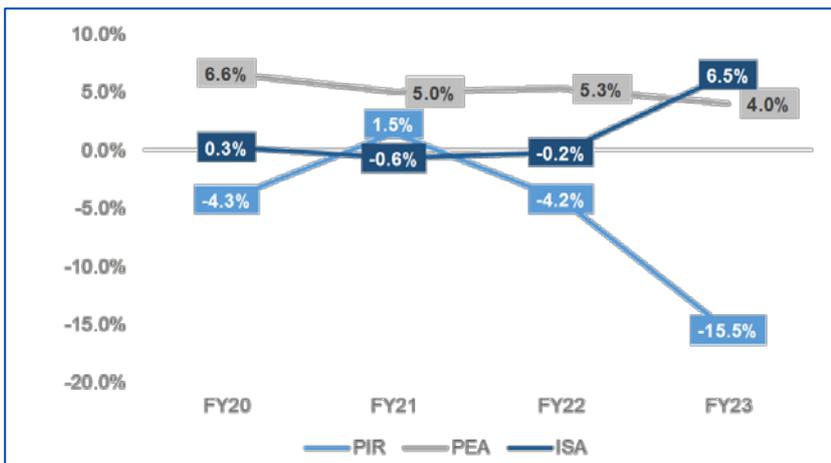
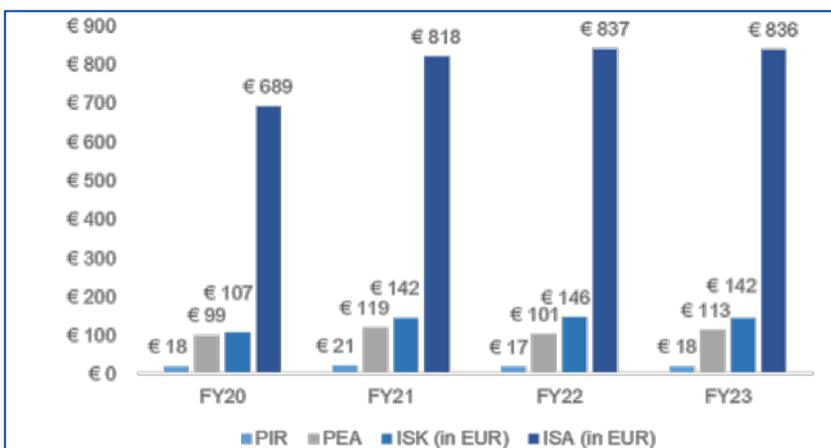


FIG. 36. Capitale gestito (in miliardi di €)



Descrizione. L'ISK svedese si distingue per l'ampia adozione e la profonda integrazione nel comportamento di investimento delle famiglie, sostenuta dal trattamento fiscale automatico e dalla facilità d'uso. Anche l'ISA del Regno Unito dimostra una forte penetrazione retail e un consistente patrimonio accumulato, anche se il recente slancio è rallentato. Il PEA francese beneficia di incentivi fiscali di lunga data e di una moderata diffusione tra le famiglie più ricche. Il PIR italiano, nonostante il generoso trattamento fiscale, ha visto un'adozione limitata, che riflette sfide strutturali più ampie nell'impegno degli investitori retail e la scarsa partecipazione al mercato azionario.

Riferimenti

- AISA International. (2023, agosto). *Il Plan d'Épargne en Actions (PEA) francese nel 2023*. <https://aisainternational.fr/investments/the-french-plan-depargne-en-actions-pea-in-2023/>
- Associazione francese della gestione finanziaria. (2023, ottobre). *Risposta dell'AFG alla consultazione dell'ESMA sulla revisione del livello 1 dell'SFDR*. https://www.afg.asso.fr/app/uploads/2023/10/SFDR-L1-Review_AFG-1.pdf.
- Associazione francese della gestione finanziaria. (2024, marzo). *Risposta dell'AFG alla consultazione della FCA sui fondi del mercato monetario*. <https://www.afg.asso.fr/app/uploads/2024/03/202403-afg-response-to-fca-consultation-on-money-market-funds.pdf>
- Associazione francese della gestione finanziaria. (2025, febbraio). *Fatti e cifre 2025 - Chiffres clefs*. <https://www.afg.asso.fr/app/uploads/2025/02/AFG-Facts-and-figures-Chiffres-clefs-2025.pdf>
- Associazione francese della gestione finanziaria. (2025, febbraio). *Studio AFG - Le financement global de l'économie 2025*. <https://www.afg.asso.fr/app/uploads/2025/02/Etude-AFG-financement-global-economie-2025.pdf>
- Autorité des Marchés Financiers. (n.d.). *HCSF pubblica un'analisi delle interconnessioni del sistema finanziario francese: Simulazione della propagazione degli shock*. Recuperato nel marzo 2025, da <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/reports-research-and-analysis/hcsf-publishes-analysis-french-financial-systems-interconnections-simulating-propagation-shocks>.
- Banca d'Inghilterra. (2024). *Statistiche assicurative - Rapporto sui dati aggregati*. <https://www.bankofengland.co.uk/statistics/insurance-aggregate-data-report>
- Banque de France. (2021). *Rapporto sull'economia domestica - PER 2021*. https://www.banque-france.fr/system/files/import/ccsf/medias/documents/rapport_per-2021.pdf.
- Banque de France. (2023, marzo). *Interconnessioni finanziarie sistemiche e trasmissione degli shock in Francia (Working Paper No. 857)*. https://www.banque-france.fr/system/files/2023-03/wp857_0.pdf.
- Banque de France. (2024, dicembre). *Discorso a France Assureurs - Prospettive 2024 del settore finanziario*. https://www.banque-france.fr/system/files/2024-12/2024-12-19_Discours-France-Assureurs_EN.pdf.
- Banque de France. (2024, giugno). *Plan d'épargne en actions - Bilan 2023*. <https://www.banque-france.fr/system/files/2024-06/Plan-d-epargne-en-actions-2023.pdf>.
- Banque de France. (n.d.). *Portale Webstat - Statistiche e dataset*. Recuperato nel marzo 2025, da <https://webstat.banque-france.fr/en/>.
- Barnes, J. (2024, marzo). *Le modifiche alla tassa di successione toglieranno un pezzo a Walkers e Tunnock's*. *The Times*. <https://www.thetimes.com/uk/scotland/article/inheritance-tax-changes-to-take-chunk-out-of-walkers-and-tunnocks-k0vthckn?region=global>

- Bpifrance. (n.d.). *Sviluppo del capitale internazionale*. Recuperato nel marzo 2025, da <https://www.bpifrance.com/products/international-capital-development/>.
- Bpifrance. (n.d.). *Fondo di investimento settoriale*. Recuperato nel marzo 2025, da <https://www.bpifrance.com/products/sector-investment-fund/>.
- CDC Croissance. (n.d.). *CDC Croissance - Accueil*. Recuperato nel marzo 2025, da <https://www.cdc-croissance.caissedesdepots.fr/>.
- Società CFA del Regno Unito. (2024). *Indagine sulla gestione degli investimenti IA 2023-2024: L'evoluzione dell'investimento sostenibile in un contesto operativo più complesso*. <https://connect.cfauk.org/discussion/ia-2023-2024-investment-management-survey-the-evolution-of-sustainable-investing-in-a-more-complex-operating-environment>.
- Cercle de l'Épargne. (2024, aprile). *Cinq ans après l'adoption de la loi Pacte : Les Français et l'épargne retraite*. <https://cercledelepargne.com/cinq-ans-apres-ladoption-de-la-loi-pacte-les-francais-et-lepargne-retraite>
- Consiglio per l'etica dei fondi AP svedesi. (n.d.). *I Fondi AP*. Recuperato nel marzo 2025, da <https://etikradet.se/en/the-council-on-ethics-of-the-swedish-ap-funds/the-ap-funds/>.
- Euronext. (2025, gennaio). *Memscap conferma la sua idoneità al piano di risparmio francese PEA-PME*. <https://live.euronext.com/en/products/equities/company-news/2025-01-17-memscap-confirms-its-eligibility-french-pea-pme-savings>
- Notizie finanziarie di Londra. (2024, marzo). *Riduzione degli sgravi sulle azioni AIM in seguito al giro di vite sull'imposta di successione previsto dal budget*. <https://www.fnlondon.com/articles/aim-share-relief-cut-amid-budget-inheritance-tax-crackdown-f2f54ae6>
- Notizie finanziarie di Londra. (2024, marzo). *Il passaggio di Ashtead da Londra a New York non è motivo di allarme, afferma Austin di CMI*. <https://www.fnlondon.com/articles/ashteads-switch-from-london-to-new-york-no-cause-for-alarm-says-cmits-austin-30eee1b7?>
- Finansinspektionen. (2024). *L'educazione finanziaria continua a essere importante per rafforzare i consumatori*. <https://www.fi.se/en/published/reports/reports/2024/financial-education-continues-to-be-important-for-strengthening-consumers/>
- Första AP-fonden. (n.d.). *Composizione del portafoglio*. Recuperato nel marzo 2025, da <https://www.ap1.se/en/our-investments/composition-of-the-portfolio/>.
- Gide Loyrette Nouel. (2024, gennaio). *Gide fornisce consulenza a CDC Croissance sulla strutturazione del fondo di fondi CDC Croissance Sélection PME*. <https://www.gide.com/en/news-insights/gide-advises-cdc-croissance-on-the-structuring-of-the-cdc-croissance-selection-pme-fund-of-funds-dedicated-to-small-and-medium-sized-listed-companies/>
- Guiraud, C. (2024, novembre). *Épargne retraite: pourquoi le PER doit encore convaincre*. *Le Monde*. https://www.lemonde.fr/argent/article/2024/11/19/epargne-retraite-pourquoi-le-per-doit-encore-convaincre_6401985_1657007.html
- Ministero del Tesoro. (2024, marzo). *Sintesi delle riforme delle agevolazioni per la proprietà agricola e per la proprietà d'impresa*. <https://www.gov.uk/government/publications/agricultural-property-relief-and-business->

[property-relief-reforms/summary-of-reforms-to-agricultural-property-relief-and-business-property-relief](#)

Ministero del Tesoro. (2024, marzo). *Consultazione sugli ISA del Regno Unito.*

<https://www.gov.uk/government/consultations/uk-isa-consultation>

Associazione per gli investimenti. (2024, ottobre). *La gestione degli investimenti nel Regno Unito 2023-2024: Il settore della gestione degli investimenti e il suo contributo all'economia del Regno Unito.* <https://www.theia.org/sites/default/files/2024-10/Investment%20Management%20in%20the%20UK%202023-2024.pdf>

Ministère de l'Économie et des Finances. (2024, marzo). *Il Piano di ripartizione della rendita (PER) in cifre - bilancio 2023.*

https://minefi.hosting.augure.com/Augure_Minefi/default.ashx?WCI=EmailViewer&id=%7bd8c5430c-db18-4497-9046-adf4561b218b%7d

MarketScreener. (2024, novembre). *Le azioni Transgene (Euronext Paris: TNG) possono essere incluse nei conti PEA-PME.* <https://www.marketscreener.com/quote/stock/TRANSGENE-4789/news/Transgene-Shares-Euronext-Paris-TNG-Eligible-for-Inclusion-in-PEA-PME-Accounts-48983867/>

Nasdaq. (2021, dicembre). *Il Nasdaq incoronato nel 2021 borsa leader in Europa.*

<https://www.nasdaq.com/articles/nasdaq-crowned-the-2021-leading-european-exchange>

Banca nordica per gli investimenti. (n.d.). *Verso un'unione dei mercati dei capitali unificata: Colmare la frammentazione e promuovere la crescita.* Recuperato nel marzo 2025, da <https://www.nib.int/cases/towards-a-unified-capital-markets-union-bridging-fragmentation-and-fostering-growth>.

OCSE. (2021, novembre). *Mercati pensionistici in primo piano 2021.*

https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2021/11/pensions-market-in-focus-2021_015c9513/a70e4160-en.pdf

Primoniale. (2024, febbraio). *Per preparare la propria pensione, i francesi hanno adottato il PER.*

<https://www.primonial.com/le-blog-du-patrimoine/retraite/pour-preparer-leur-retraite-les-francais-ont-adopte-le-per>

Statista. (2024). *Saldi ISA in contanti nel Regno Unito per tipo di istituto.*

<https://www.statista.com/statistics/1455254/cash-isa-balances-uk-by-type-of-institution/>

Associazione svedese dei fondi di investimento. (2021). *30 anni con i fondi: Uno studio a lungo termine sul comportamento di risparmio degli svedesi.*

https://www.fondbolagen.se/globalassets/faktaindex/studier-o-undersokningar/langtidsstudier/30_years_with_funds.pdf

Associazione svedese dei fondi di investimento. (2024, ottobre). *Il rapporto ISK: Come il conto di risparmio per gli investimenti modella gli investimenti delle famiglie svedesi.*

https://www.fondbolagen.se/globalassets/faktaindex/studier-o-undersokningar/isk/isk-rapport-okt-2024_eng.pdf

Associazione svedese dei fondi di investimento. (n.d.). *Svezia - Un campione mondiale nel risparmio dei fondi.* Recuperato nel marzo 2025, da

https://www.fondbolagen.se/en/Facts_Indices/sweden-a-world-champion-in-fund-savings/.

- La città globale. (n.d.). *La gestione del patrimonio nel Regno Unito*. Recuperato nel marzo 2025, da <https://www.theglobalcity.uk/industries/asset-management>.
- Il Times. (2024, marzo). *Il capo di WPP punta alla quotazione in borsa negli Stati Uniti*. <https://www.thetimes.com/business-money/companies/article/wpp-boss-eyes-us-stock-market-listing-nz0bggvbp>
- Thomas, D. (2024, marzo). *I listini britannici soffrono per la fuga delle aziende verso le borse statunitensi*. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/d24079d1-f1ab-4b01-a896-397a55ffabd3>
- Thomas, D. (2024, ottobre). *I fondi di capitale di rischio raccolgono oltre 1 miliardo di sterline nel 2023-24 nonostante la cautela degli investitori*. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/d6fd725b-3e6e-46a8-8c14-12b936e7cce8>
- Governo del Regno Unito. (2024, marzo). *Statistiche sui fondi di capitale di rischio 2024*. <https://www.gov.uk/government/statistics/venture-capital-trusts-2024/venture-capital-trusts-statistics-2024>
- Governo del Regno Unito. (2024, settembre). *Commento alle statistiche annuali sul risparmio: Settembre 2024*. <https://www.gov.uk/government/statistics/annual-savings-statistics-2024/commentary-for-annual-savings-statistics-september-2024>
- Governo del Regno Unito. (n.d.). *Sgravi alle imprese (imposta di successione)*. Recuperato nel marzo 2025, da <https://www.gov.uk/business-relief-inheritance-tax>.
- White & Case. (2024, gennaio). *L'attività europea di IPO si è dimostrata forte, guidata dalle quotazioni di e-commerce e tecnologia*. <https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/european-ipo-activity-proved-strong-led-e-commerce-and-tech-listings>
- White & Case. (2024, gennaio). *IPO globali 2024 - Opportunità per la Svezia e la CSI*. <https://www.whitecase.com/insight-our-thinking/global-ipos-2024-sweden-cis-opportunities>