

Gli investitori nel mercato azionario italiano: evoluzione o involuzione?

Stefano Caselli, Stefano Gatti, Marta Zava
Università Bocconi



Sommario

Prefazione	3
Introduzione	7
Metodologia e definizioni	10
Trend decennali: ftse mib vs mid-small cap	13
Performance	13
liquidità	15
Composizione azionaria: focus sugli indici.....	21
Evoluzione generale e confronto europeo	21
Confronto degli indici italiani	26
Focus sulla base di investitori domestici in italia.....	45
Fondi Pensione	45
Assicurazioni	49
PIR.....	51
Conclusioni.....	55
Bibliografia.....	60

Prefazione

di Andrea Vismara

I mercati dei capitali sono un bene pubblico fondamentale per lo sviluppo e il benessere di imprese, risparmiatori, pensionati e più in generale del Paese. Con riferimento alle imprese, è sempre più essenziale, infatti, che esse si aprano anche ai mercati dei capitali per rafforzare il proprio stato patrimoniale, aumentare la componente di equity, diversificare le fonti di finanziamento e creare valore e lavoro, senza fare più esclusivo affidamento sul sistema bancario. I risparmiatori devono avere la possibilità e le capacità per creare ricchezza attraverso l'investimento accorto dei loro risparmi, così come i pensionati di domani dovranno far fronte all'evoluzione demografica e alla diminuzione delle contribuzioni negli anni attraverso forme pensionistiche complementari, che nei paesi più sviluppati sono sempre state al centro delle politiche pubbliche. E infine c'è lo Stato, che si finanzia proprio grazie ai mercati dei capitali. I mercati dei capitali, dunque, assumono un ruolo sociale volto a soddisfare le esigenze di tutti i soggetti coinvolti.

Eppure, il mercato italiano inteso come bene pubblico è ancora lontano dalla sua piena maturità: per raggiungerla è necessario un contesto favorevole alla loro crescita che finora in Italia è mancato a causa di diversi fattori e la cui evoluzione deve diventare centrale nelle politiche economiche delle nostre istituzioni.

Uno di questi fattori, forse il più importante tra quelli rimasti ancora insoluti, è la mancanza strutturale di investitori istituzionali domestici nel capitale delle società quotate italiane, sia in termini di ammontare degli investimenti che in termini di numerosità degli investitori. Come emerge chiaramente dalla ricerca dei professori Caselli, Gatti e Zava, gli investitori domestici rappresentano infatti meno del 10% della platea di investitori istituzionali presenti nel capitale delle società quotate italiane, meno della metà rispetto al peso degli investitori domestici nei paesi finanziariamente evoluti. Ne consegue che il mercato italiano risulta più soggetto ad una maggiore volatilità in contesti di mercato sfidanti. La carenza di investitori domestici è inoltre un elemento che rende più illiquide le nostre società small e mid cap, perché questa tipologia di società, come accade in ogni paese, sono oggetto di maggior interesse da parte di investitori domestici specializzati, piuttosto che dei grandi investitori internazionali.

Questo fenomeno comporta anche una sistematica sottovalutazione dei titoli italiani, in particolare per la fascia mid-small cap. Questa categoria tratta attualmente a valori di c. 11 volte gli utili attesi nei 12 mesi successivi, quasi il 30% in meno rispetto alla media storica degli ultimi 3 anni. Un fenomeno marcatamente accentuato dal 2022 in avanti, dove oltre alle carenze strutturali del nostro mercato già citate, si è aggiunta una diminuzione della disponibilità globale di liquidità, dovuta a cicli monetari restrittivi che hanno contribuito ulteriormente alla contrazione dei volumi di scambi: come ben illustrato nel paper, nel 2022 e 2023 i volumi scambiati per società small-mid cap sono stati tra il 20% e il 30% inferiori rispetto alla media degli ultimi 10 anni, con una diminuzione nell'ordine di ca. €25 miliardi per le società mid cap.

Se poi si osserva il fenomeno nell'arco degli ultimi 10 anni in termini relativi, ovvero quante volte viene scambiato lo stock di flottante mediamente presente sul mercato, emerge chiaramente un trend negativo di lungo corso: se nel 2014 il flottante delle società appartenenti al FTSE MIB veniva scambiato più di 2,5 volte in un anno, nel 2023 questo valore era sceso sotto le 2 volte. Per quanto riguarda gli indici mid-small cap, questo valore è passato da 1,5 volte nel 2014 al di sotto dell'unità.

La riduzione della liquidità, la carenza di investitori e le conseguenti basse valutazioni, sono le ragioni principali alla base dell'elevato numero di delisting degli ultimi anni. Dopo un 2022 caratterizzato da delisting per circa €40 miliardi, nel 2023 sono stati completati ulteriori 24 delisting, sottraendo alla capitalizzazione del mercato italiano oltre €11 miliardi. Nei primi 6 mesi del 2024, ne sono già stati annunciati e/o completati 18, per una capitalizzazione di mercato complessiva di €28 miliardi. Benché il fenomeno dei delisting sia riscontrabile a livello globale, l'impoverimento progressivo del nostro mercato azionario è particolarmente preoccupante e non ha eguali tra i paesi finanziariamente evoluti.

I PIR, lanciati con successo nel 2017 per convogliare risparmio italiano verso le nostre imprese, non appaiono più efficaci rispetto a queste problematiche. In primis, i vincoli di allocazione dei PIR ordinari (necessari per assicurarne un'adeguata liquidità, tenuto conto che si tratta di fondi aperti potenzialmente soggetti a riscatti) fanno sì che gli investimenti in società small cap siano soltanto il 3,5% degli asset in gestione. Inoltre, superati i 5 anni dalla loro introduzione è entrata in gioco la maturazione degli incentivi fiscali che, come noto, ha favorito ingenti riscatti. I PIR alternativi, invece, sono stati ideati con particolare attenzione ai mercati dei capitali privati (private equity e private debt), con una definizione degli asset investibili molto restrittiva, e di conseguenza soltanto il 15% dei ca. €1,7 miliardi di asset in gestione (ca. €200 milioni) è investito in società small cap quotate.

Malgrado tutti i limiti del nostro mercato, le nostre imprese small mid cap quotate rappresentano un buon investimento: per un euro investito nel 2014 nelle mid-small cap di qualità incluse nell'indice STAR, oggi ritroveremmo in portafoglio circa €3,50, molto più di quanto avremmo guadagnato investendo nel FTSE MIB (poco più di €1,50). La mancanza d'interesse da parte degli investitori istituzionali italiani nei confronti di questa asset class non si riesce dunque a giustificare.

Appare quindi evidente che sia necessario promuovere uno sforzo di sistema. Il ruolo delle istituzioni in questo settore è fondamentale. La Legge Capitali con la delega alla revisione del TUF, approvata ad inizio di quest'anno, percorre esattamente il solco di questa visione dei mercati e potrà contribuire ad aumentare l'appeal del mercato italiano verso le imprese, soprattutto per le PMI, rimuovendo alcuni dei vincoli normativi e operativi che complicavano l'accesso e la permanenza sui mercati finanziari.

Tuttavia, nell'accezione più ampia del concetto di istituzioni devono essere intese in modo estensivo, oltre ai governi, anche i regolatori e i grandi gruppi finanziari. Con particolare riguardo a quest'ultimi, come ben evidenziato nel paper, le nostre banche, assicurazioni, i fondi pensione e gli enti previdenziali dedicano poca attenzione e poche risorse allo sviluppo dei nostri mercati. Ma senza uno zoccolo duro di investitori istituzionali domestici un mercato dei capitali non può funzionare efficientemente.

A tal proposito, il dibattito degli ultimi mesi che ha seguito le già citate iniziative del Governo, unito alla rinnovata attenzione alla Capital Market Union a livello europeo e alla pubblicazione del Manifesto per lo Sviluppo dei Mercati dei Capitali, ha consentito di identificare alcune iniziative su cui si è creato ampio consenso, ritenute essenziali per rivitalizzare i mercati, con particolare riferimento alle small e mid cap che rappresentano la maggioranza delle società quotate e quotabili in Italia.

Il primo passaggio coinciderà con l'approvazione in sede parlamentare delle modifiche relative ai vincoli di investimento del Patrimonio Destinato per avviare l'iniziativa del cd. fondo di fondi annunciata recentemente dal Governo e sfruttare la spinta commerciale dei fondi destinatari di queste masse in gestione in un ciclo di mercato favorevole. Sarà poi necessario che i potenziali gestori vengano identificati con l'ottica di ampliare il più possibile il numero degli operatori sul segmento small-mid cap e di sviluppare nel tempo professionalità adeguate a sostenere questo segmento strategico.

Ma questa misura da sola non basta: per assicurare un aumento significativo nella numerosità dei player attivi sul segmento delle small-mid cap quotate è necessario che anche i grandi player che non sono stati attivi finora su quest'asset class creino veicoli di investimento diretti, oltre a contribuire al progetto

del fondo di fondi. Questo obiettivo si raggiunge in primis attraverso un'opera di moral suasion sui grandi player italiani fra banche, assicurazioni, fondi pensione, enti previdenziali e assicurazioni ed una loro consapevolezza che solo attraverso uno sforzo congiunto, si potranno migliorare le condizioni dei nostri mercati dei capitali ed allinearle progressivamente alle best practice internazionali. Come sottolineato dal Presidente della Consob Savona nel suo discorso alla comunità finanziaria, l'incanalamento del risparmio interno verso l'attività reale è un elemento essenziale dell'agenda del Paese. I grandi investitori istituzionali che intermediano quel risparmio devono dunque prenderne coscienza e partecipare attivamente ad uno sforzo di sistema coordinato.

In aggiunta a queste misure e in accordo con l'industria del risparmio gestito, si dovrebbe promuovere ed incentivare la raccolta sui PIR ordinari su via continuativa per compensare i deflussi con nuova raccolta. È necessario evitare l'effetto dei riscatti in blocco al completamento del periodo di maturazione di 5 anni dell'esenzione fiscale sui rendimenti. Una soluzione potrebbe prevedere l'introduzione di benefici fiscali continuativi, come ad esempio la deduzione dal reddito imponibile di una percentuale degli investimenti annui in fondi PIR a partire dalla scadenza del quinto anno dall'investimento iniziale. In questo modo gli investitori sarebbero incentivati a mantenere i PIR in portafoglio anche successivamente alla data in cui maturerebbero i benefici fiscali.

Le novità sui PIR ordinari potrebbero essere anche affiancate da misure di incentivazione per singoli investimenti azionari detenuti direttamente per più di 5 anni, facendo in modo che tali investimenti (analogamente agli investimenti immobiliari) risultino fiscalmente esenti se detenuti nel lungo periodo. Tale iniziativa sarebbe finalizzata a promuovere ed incentivare l'investimento di lungo periodo diretto anche nel comparto azionario ("Italian Equity Value", analogamente quanto succede per i Titoli di Stato) in aggiunta a quello indiretto attraverso i fondi PIR Ordinari. Iniziative simili, anche senza il vincolo temporale, sono state implementate con grande successo nel Regno Unito (ISA) e nei paesi nordici (ad es. ISK in Svezia), contribuendo a migliorare la cultura finanziaria dei cittadini e le risorse investite nei mercati dei capitali.

Il potenziamento dei PIR ordinari ed una eventuale iniziativa per incentivare gli investimenti azionari diretti andrebbero idealmente affiancati da una campagna di comunicazione volta a sottolineare i meriti dell'investimento azionario di lungo periodo, per creare valore per i risparmiatori. Come mostrato chiaramente nell'ultima analisi di ISTAT/Banca d'Italia, l'allocazione subottimale degli investimenti delle famiglie italiane ha generato un divario importante nella crescita del patrimonio rispetto ai paesi con maggiore educazione finanziaria, che non potrà essere colmato nel lungo periodo da investimenti in immobili e titoli di Stato.

Per quanto riguarda i PIR alternativi, andrebbero resi più flessibili i vincoli di investimento, mantenendo il vincolo legato ad un investimento minimo di almeno il 70% degli asset ex FTSE MIB, ma abbassando al 30% il vincolo di investimento ex FTSE MIB e FTSE MID. Questo ampliamento della definizione non comprometterebbe in alcun modo l'utilizzo dei PIR alternativi per le iniziative di private capital per cui sono nati, ma renderebbe anche possibile la nascita di fondi PIR alternativi interamente investiti in titoli azionari quotati, grazie all'incremento della liquidità dei fondi raggiunto attraverso un maggiore investimento in titoli mid cap. Tale modifica sarebbe anche coerente con i miglioramenti recenti nella normativa europea relativa agli ELTIF, che prevede proprio un ampliamento degli asset investibili anche per quanto riguarda le società quotate. Dal punto di vista fiscale, si potrebbe anche prevedere la possibilità di detrazioni fiscali simili a quelle attualmente riservate agli investimenti in PMI innovative e per i Venture Capital Trust nel Regno Unito (eventualmente spalmabili lungo un periodo di 5 anni). Da ultimo andrebbe previsto un allargamento della platea dei potenziali investitori alle persone giuridiche, valutando un innalzamento sia dei limiti annuali che complessivi all'investimento o prevedendo una percentuale massima dei total asset.

Oltre alle azioni dirette a sostegno della domanda di investimenti, è fondamentale tenere conto dello strumento più importante nella canalizzazione degli investimenti, ovvero la copertura di ricerca. La sistematica mancanza di copertura su titoli small cap è ormai nota. L'obiettivo è controbilanciare la mancanza di economicità di questa attività, un fallimento di mercato a tutti gli effetti, attraverso un fondo per la promozione della ricerca finanziaria azionaria indipendente su titoli mid-small cap, istituito dallo Stato e alimentato tramite conferimenti pubblici diretti o indiretti, con l'obiettivo finale di appianare il divario informativo tra emittenti ed investitori che disincentiva quest'ultimi dall'investire. Il potenziamento e l'ampliamento del numero di investitori che risulterebbe dalle iniziative precedenti necessita infatti di un'informativa qualificata attraverso la disponibilità di ricerca sulle società small-mid cap quotate.

La finalità di tutte le proposte citate misure è triplice: aumentare (i) le dimensioni degli investitori domestici, (ii) le risorse investite in titoli small-mid cap e (iii) la numerosità dei fondi che investono in tale categoria. L'obiettivo generale deve essere la creazione di almeno 20-30 investitori specializzati, con masse gestite incrementalmente superiori a €5 miliardi, prevalentemente investite in small-mid cap. Tutte le misure discusse vanno in questa direzione e congiuntamente permetterebbero di rendere più accessibile il mercato dei capitali alle PMI e di convogliare il risparmio italiano verso l'economia reale. Un'accessibilità che si traduce in una maggiore attrattività dei mercati dei capitali per le imprese e una maggiore creazione di valore per i risparmiatori nel tempo.

Se vogliamo, in conclusione, ampliare la nostra prospettiva, è utile guardare agli esempi positivi: tutti i paesi che hanno visto uno sviluppo virtuoso dei loro mercati, come i paesi nordici, gli Stati Uniti o il Regno Unito, sono contraddistinti dalle stesse caratteristiche. Una percezione chiara del ruolo sociale dei mercati dei capitali. Un contesto regolatorio e fiscale che facilita l'accesso ai mercati da parte delle imprese e agevola gli investitori. Una forte attenzione alla previdenza alternativa. Una presenza significativa di investitori domestici. Una visione dei mercati dei capitali che rappresenta un'area specifica di politica industriale, indipendentemente dal colore dei governi che si succedono.

Il mio auspicio, dunque, è che l'approccio costruttivo mostrato dal governo possa contare su uno sforzo di sistema che consenta di coinvolgere tutti gli attori principali del settore, per raggiungere obiettivi ambiziosi nell'interesse del nostro Paese, seguendo gli esempi più virtuosi. Ed è proprio questo l'approccio che abbiamo cercato di promuovere con il Manifesto per lo Sviluppo dei Mercati dei Capitali a cui abbiamo lavorato con Bocconi, Borsa Italiana e Assonime.

Solo così riusciremo a fare passi avanti, a colmare il grande gap che si è accumulato negli anni e a valorizzare questo bene pubblico così importante per il nostro Paese.

Introduzione

Il mercato azionario italiano si trova a un punto cruciale, sospeso da un lato tra le opportunità di crescita ed evoluzione e dall'altro tra rischi di stagnazione e involuzione. In un periodo caratterizzato da tumulto geopolitico ed economico, il dibattito sul ruolo dei mercati dei capitali e il loro impatto sulla competitività aziendale è diventato centrale. Questo documento esplorerà le dinamiche che stanno plasmando il panorama azionario pubblico italiano, le sfide che deve affrontare e i potenziali percorsi futuri.

Il mercato azionario italiano ha mostrato una notevole volatilità e performance divergenti tra gli indici nell'ultimo decennio. Mentre l'indice FTSE STAR si è distinto con un rendimento di oltre 340 euro su un investimento iniziale di 100 euro nel 2014, l'indice FTSE GROWTH ha perso circa il 3% del capitale iniziale. Questa divergenza evidenzia l'importanza delle strategie di gestione attiva che, pur essendo di entità limitata, hanno sperimentato una crescita notevole, con un valore degli investimenti che è aumentato di oltre 4 volte negli indici FTSE MID e FTSE STAR. Il dominio trasversale su tutti gli indici dei fondi passivi, principalmente fondi indicizzati ed ETF, evidenzia la crescente tendenza agli investimenti basati su benchmark, che rischiano di rendere il mercato italiano potenzialmente meno attraente da una prospettiva globale. Questa tendenza è particolarmente pronunciata negli indici più piccoli, con l'indice FTSE SMALL che ha visto un aumento del dominio degli insider fino al 90% nel 2023.

È emersa una tendenza significativa nella dinamica della proprietà nel mercato azionario italiano: gli investitori istituzionali domestici hanno mostrato una presenza molto bassa nelle società di grande capitalizzazione e una rappresentanza maggiore ma ancora minima negli indici a piccola capitalizzazione. L'indice FTSE MIB, il principale benchmark italiano composto dalle maggiori società, ha registrato solo un modesto aumento degli investimenti istituzionali domestici nell'ultimo decennio, passando da circa il 6% nel 2014 al 7% entro il 2023. Invece, gli indici FTSE MID e FTSE STAR, che comprendono società di medie e piccole dimensioni, hanno visto un significativo afflusso di investitori istituzionali domestici. In particolare, la proprietà istituzionale italiana nel FTSE MID è passata dal 13% nel 2014 al 23% nel 2023, mentre nel FTSE STAR è quasi raddoppiata dal 10% al 20% nello stesso periodo. Questa divergenza suggerisce che gli investitori istituzionali domestici favoriscono società più piccole, potenzialmente a più alta crescita, mentre la loro presenza nelle azioni di grande capitalizzazione rimane limitata, dominata da investitori istituzionali internazionali provenienti da Europa e Nord America. Sebbene la presenza complessiva degli investitori domestici sia paragonabile agli altri principali paesi europei, il ruolo degli investitori istituzionali domestici è minimo: sono i grandi assenti.

Al centro della questione c'è una domanda fondamentale: il mercato azionario italiano può facilitare la crescita e l'innovazione necessarie affinché le società domestiche possano competere su scala globale contro i giganti americani e asiatici? Gli investitori istituzionali possono raccogliere la sfida? Fondamentalmente, promuovere l'innovazione e raggiungere una scala non sono più tematiche confinate a settori specifici; sono diventate imperative che trascendono i confini industriali. Tuttavia, alcune infrastrutture fondamentali, come mercati finanziari ben funzionanti, rimangono indispensabili per supportare soluzioni che guidano la crescita aziendale in tutti i settori.

In questo contesto, il ruolo delle istituzioni finanziarie e degli intermediari specializzati diventa fondamentale. La loro capacità di facilitare gli investimenti, incanalare i risparmi nel più ampio sistema economico e fornire servizi su misura alle società che cercano di espandersi è essenziale. Tuttavia, come indicano i dati, gli investitori domestici nel FTSE MIB - l'indice di riferimento del mercato azionario italiano - attualmente rappresentano solo il 7% del capitale, segnalando un potenziale significativo non sfruttato.

Da una prospettiva diversa, le dinamiche di liquidità hanno rivelato un contrasto netto tra il FTSE MIB e gli altri indici. Il MIB, che rappresenta le maggiori società italiane, ha registrato un ingente volume di scambi annuale medio di €546 miliardi, significativamente superiore al FTSE MID (€41 miliardi) e al FTSE SMALL (€9 miliardi). Inoltre, la velocità media del free float del MIB, intorno al 40% nel 2023, era più del doppio di quella degli altri indici, superando i principali indici europei come lo SMI 20 e il CAC 40, che hanno registrato una capitalizzazione di mercato media di circa €64 miliardi e €63 miliardi rispettivamente. Livelli più elevati di velocità del free float indicano una maggiore attività di trading, maggiore liquidità e maggiore interesse complessivo del mercato. Tuttavia, questa metrica è anche influenzata dalla quantità totale di free float disponibile. Pertanto, velocità più elevate potrebbero derivare da un free float complessivo inferiore piuttosto che da un aumento dell'attività di trading.

In questo contesto, le dinamiche della compagine azionaria delle società e i modelli di investimento assumono un'importanza maggiore. I dati rivelano un panorama diversificato e in evoluzione all'interno del mercato azionario italiano, caratterizzato da cambiamenti nell'influenza relativa degli investitori istituzionali e degli insider, dall'interazione tra strategie di gestione attiva e passiva dei fondi e dalle correnti geografiche che hanno rimodellato la composizione del capitale nell'ultimo decennio.

All'interno dei segmenti di investitori istituzionali e insider, la composizione del capitale ha subito notevoli evoluzioni. Gli investment advisor sono emersi costantemente come attori dominanti tra gli investitori istituzionali, spesso oltre il 70% delle partecipazioni aggregate. Tuttavia, l'influenza dei fondi comuni di investimento, dei fondi hedge e dei fondi sovrani è aumentata e diminuita attraverso diversi indici e periodi di tempo. Sul fronte degli insider, individui ed entità private tendono a costituire la base della compagine azionaria, con le società pubbliche che giocano anche un ruolo significativo in alcuni indici come il FTSE SMALL e il FTSE GROWTH.

I fondi pensione hanno mostrato traiettorie distinte nel panorama azionario italiano. Il FTSE MIB ha attirato flussi costanti da fondi pensione del Nord America e dell'Asia-Pacifico, potenzialmente attratti dalle prospettive di strategie di investimento attive come Growth, Yield e Value. Invece, il FTSE SMALL e il FTSE GROWTH hanno mostrato modelli più volatili, con gli investimenti dei fondi pensione che hanno raggiunto un picco a metà del periodo esaminato per poi diminuire verso la fine. I fondi pensione italiani si trovano molto indietro a causa della loro presenza estremamente limitata nel capitale delle società italiane.

Osservando gli investitori istituzionali domestici, in particolare i fondi pensione e le compagnie di assicurazione, si nota un aumento graduale della loro presenza, specialmente negli indici a media e piccola capitalizzazione. L'esposizione dei fondi pensione italiani ai titoli azionari è cresciuta da €5,8 miliardi (10% degli attivi) nel 2014 a circa €34 miliardi (22% degli attivi) nel 2022, sebbene gli investimenti in titoli azionari domestici rimangano non significativi. Tuttavia, la loro allocazione predominante rimane diretta verso i titoli di Stato e le obbligazioni. Le compagnie di assicurazione italiane, invece, hanno mostrato un'allocazione significativamente inferiore ai titoli azionari, pari a solo il 2,5% del totale degli attivi nel 2022, in netto contrasto con la media del 14% tra gli assicuratori europei.

Inoltre, i PIR sono emersi come un nuovo strumento, accumulando quasi €19 miliardi in gestione patrimoniale al 2023. Il mercato dei PIR è altamente concentrato, con due grandi player, Intesa Sanpaolo e Banca Mediolanum, che gestiscono circa metà di tutti i patrimoni ordinari appartenenti ai PIR. Addizionalmente, Intesa Sanpaolo controlla oltre il 75% degli attivi nel segmento PIR alternativo. Nel 2023, i PIR ordinari hanno allocato oltre €8 miliardi in azioni, ma meno del 10% di questi fondi è investito nel flottante delle società appartenenti ai segmenti MID, SMALL ed EGM. Una maggiore presenza di investitori istituzionali come fondi pensione, assicurazioni e PIR non è solo auspicabile ma necessaria per lo sviluppo di mercati finanziari stabili e affidabili.

Le tendenze osservate sono indicative di un'evoluzione positiva che spinge il mercato azionario italiano verso una maggiore vivacità, profondità e competitività globale? Oppure segnalano un'involuzione, una graduale erosione della proprietà domestica, una frammentazione delle strategie di investimento e un ruolo sempre minore dell'Italia nell'ecosistema finanziario globale competitivo?

Le risposte a queste domande avranno implicazioni di vasta portata non solo per il percorso dell'ecosistema azionario italiano ma anche per le ambizioni più ampie di essere un player veramente integrato e competitivo a livello globale. Man mano che si approfondisce questa analisi diventa evidente che il destino del mercato azionario italiano è inestricabilmente legato al destino delle sue società nella ricerca di una crescita sostenibile, innovazione e prosperità in un'arena globale sempre più sfidante.

Il rapporto è strutturato come segue: il Capitolo 2 fornisce una spiegazione della metodologia e delle principali definizioni utilizzate nel rapporto. Il Capitolo 3 è dedicato al confronto dei principali indici italiani in termini di performance di mercato e liquidità. Il Capitolo 4, dopo aver discusso lo sviluppo complessivo dei mercati italiani e aver fornito un confronto con i principali indici europei (4.1), approfondisce i risultati ottenuti dall'analisi di cinque indici italiani. Il capitolo presenta esplicitamente i risultati per il FTSE MIB e il FTSE STAR, mettendo in relazione questi risultati con i restanti indici (4.2). Le analisi dettagliate di tutti gli indici italiani sono inserite nei materiali supplementari. Il Capitolo 5 si concentra sui principali investitori, fornendo approfondimenti sulle scelte di investimento dei fondi pensione (5.1), delle compagnie di assicurazione (5.2) e dei PIR (5.3). Infine, il Capitolo 6 presenta le osservazioni conclusive.

Metodologia e definizioni

Questo rapporto approfondisce la composizione azionaria dei principali indici italiani, cercando di comprendere l'influenza di specifici profili di investitori e regioni geografiche sulla crescita della capitalizzazione di mercato delle società italiane quotate. Gli indici vengono valutati anche attraverso metriche chiave di liquidità, rapportandoli in un'analisi comparativa con i principali indici europei. Sintetizzando questi elementi, il rapporto fornisce un approfondimento completo sulla dinamica di proprietà e liquidità degli indici italiani, nonché a fornire un confronto con il quadro europeo più ampio. L'elenco seguente descrive brevemente gli indici analizzati:

- **FTSE MIB:** Il FTSE MIB (Milano Indice di Borsa) è il principale indice di riferimento per il mercato azionario italiano. Comprende le 40 azioni più liquide e capitalizzate quotate sulla Borsa Italiana. È un indice ponderato per la capitalizzazione, il che significa che le società più grandi hanno un peso maggiore nell'indice. Calcolato per la prima volta nel 1994, deriva dal precedente indice MIB 30. L'indice mira a catturare circa l'80% della capitalizzazione di mercato domestica ed è rivisto trimestralmente per garantire che rimanga rappresentativo del mercato italiano. La performance del FTSE MIB è considerata un indicatore della salute complessiva e del sentiment degli investitori nell'economia italiana: è il principale benchmark azionario che investitori, gestori di fondi e analisti utilizzano per monitorare la performance delle società italiane più grandi e liquide quotate nei settori chiave. ENI-IT (€64,7 miliardi) ed ENEL-IT (€60,3 miliardi) sono le società con la maggiore capitalizzazione di mercato nel 2014 e nel 2023 rispettivamente. YNAP-IT (€1,3 miliardi) e IVG-IT (€2,2 miliardi) sono le società con la minore capitalizzazione di mercato nel 2014 e nel 2023 rispettivamente.
- **FTSE MID:** Il FTSE Italia Mid Cap comprende le 60 azioni più capitalizzate quotate sulla Borsa Italiana e non appartenenti al FTSE MIB. È un indice ponderato per la capitalizzazione e viene ribilanciato trimestralmente. Il primo calcolo dell'indice risale al 1994 ed era originariamente chiamato Midex; il nome attuale è stato implementato dopo la fusione tra Borsa Italiana e il London Stock Exchange. PLT.XX1-IT (€4,5 miliardi) e US-IT (€6,6 miliardi) sono le società con la maggiore capitalizzazione di mercato nel 2014 e nel 2023 rispettivamente. CIR-IT (€355 milioni) e CALT-IT (€470 milioni) sono le società con la minore capitalizzazione di mercato nel 2014 e nel 2023 rispettivamente.
- **FTSE SMALL:** Il FTSE Italia Small Cap comprende azioni con minore capitalizzazione. Insieme al FTSE MIB e al FTSE Italia Mid Cap crea l'indice FTSE Italia All-Share. BION-IT è l'azienda con la maggiore capitalizzazione di mercato sia nel 2014 (€1,6 miliardi) che nel 2023 (€2,7 miliardi). MMG-IT (€3,9 milioni) e BES-IT (€1,6 milioni) sono le società con la minore capitalizzazione di mercato nel 2014 e nel 2023 rispettivamente. Il numero di società che compongono l'indice è passato da 124 nel 2014 a 103 nel 2023.
- **FTSE STAR:** Il FTSE Italia STAR comprende medie società italiane, con una capitalizzazione di mercato non superiore a 1 miliardo di euro. I requisiti di quotazione sono particolarmente rigorosi, rispettando requisiti di trasparenza, governance aziendale e liquidità. Le società già appartenenti all'indice devono mantenere un free float di almeno il 20% del capitale sociale, mentre le società che intendono entrare nell'indice, indipendentemente dal loro stato di quotazione, devono presentare una proporzione del 35%. BRE-IT (1,7 miliardi di euro) e AMP-IT (6,8 miliardi di euro) sono le società con la maggiore capitalizzazione di mercato nel 2014 e nel 2023 rispettivamente. PSF-IT (8 milioni di euro) e MTV-IT (22 milioni di euro) sono le società con

la minore capitalizzazione di mercato nel 2014 e nel 2023 rispettivamente. Il numero di società che compongono l'indice è passato da 58 nel 2014 a 190 nel 2023.

- **FTSE GROWTH:** Il FTSE Italia Growth comprende piccole e medie società italiane (PMI) con alto potenziale di crescita. Prima del 2021, l'indice era chiamato FTSE AIM Italia. L'indice viene ribilanciato trimestralmente; i pesi sono basati sui free float delle società e sono limitati al 10%. BION-IT è l'azienda con la maggiore capitalizzazione di mercato sia nel 2014 (€1,6 miliardi) che nel 2023 (€2,7 miliardi). VITA.XX1-IT (€1,8 milioni) e ILLA-IT (€0,7 milioni) sono le società con la minore capitalizzazione di mercato nel 2014 e nel 2023 rispettivamente. Il numero di società che compongono l'indice è passato da 124 nel 2014 a 103 nel 2023.
- **IBEX 35:** L'indice comprende le 35 società più scambiate nella borsa spagnola. Le società entrano nell'indice selezionate da un comitato tecnico basato su una valutazione congiunta della loro: a) capitalizzazione di mercato; b) liquidità; c) volume di scambi. L'IBEX 35 è un indice ponderato per la capitalizzazione ed è rivisto ogni sei mesi.
- **CAC 40:** L'indice rappresenta le 40 azioni più capitalizzate quotate su Euronext Paris. L'indice si basa sul free float delle società piuttosto che sulla loro capitalizzazione di mercato complessiva ed è rivisto trimestralmente.
- **DAX 40:** L'indice è composto dalle 40 società più grandi e liquide negoziate sulla Borsa di Francoforte. I pesi delle società sono calcolati tenendo conto sia del loro free float che del loro volume medio di scambi. Prima del 2021, l'indice era composto da 30 società.
- **FTSE 100:** Il Financial Times Stock Exchange 100 Index comprende le 100 società più grandi per capitalizzazione di mercato quotate sul London Stock Exchange (LSEG). Il FTSE 100 è un indice ponderato per la capitalizzazione ed è ribilanciato con una frequenza trimestrale.
- **SMI 20:** Il Swiss Market Index SMI PR comprende le 20 società più grandi e liquide sulla SIX. L'indice è ponderato in base al free float delle società e i pesi sono limitati al 18%. L'indice è ribilanciato su base annuale.

I dati utilizzati per studiare e descrivere la struttura proprietaria delle società italiane quotate sono recuperati dalle sezioni "Ownership" offerte da FactSet. Per ciascuno dei cinque indici, le quote di proprietà annuali sono suddivise in tre gruppi di investitori: "Investitori istituzionali", "Mutual Funds-ETF" e "Insider", che vengono analizzati separatamente o aggregati a seconda delle specifiche necessità. Il gruppo "Insider" raccoglie le quote di amministratori, dirigenti e detentori con una significativa percentuale di diritti di voto. D'altra parte, gli "Istituzionali" sono entità legali che raccolgono fondi da altri investitori e li investono per loro conto. La maggior parte delle conclusioni sulla struttura proprietaria delle società italiane si basa sul confronto tra istituzionali e insider; mentre i fondi comuni sono considerati esclusivamente per la distinzione tra investimenti effettuati da fondi gestiti attivamente o passivamente. I fondi comuni non sono considerati insieme agli altri due gruppi di investitori poiché ci sono molte sovrapposizioni tra la loro quota e quella posseduta dagli investitori istituzionali corrispondenti; aggiungerli comporterebbe quindi numerosi casi di doppio conteggio della stessa posizione azionaria.

Gli investimenti effettuati da investitori istituzionali e insider sono suddivisi in base alla regione di origine e al tipo di investitore per fornire ulteriori dettagli sulla loro composizione. Per quanto riguarda la geografia, gli investitori sono suddivisi considerando la loro regione di domicilio nei seguenti gruppi: a) "Italia"; b) "Europa" (esclusa l'Italia, inclusi il Regno Unito e la Svizzera); c) "Nord America"; d) "APAC" (composta da Asia e Pacifico); e) "Africa e Medio Oriente" (raggruppando Africa e Medio Oriente); f) "LATAM" (cioè America Latina). Inoltre, quando si analizza la quota detenuta dai fondi pensione in

ciascun indice, la distribuzione geografica in Europa è ulteriormente suddivisa per evidenziare i contributi separati di ciascun stato membro. Sia per gli investitori istituzionali e che per gli insider, viene effettuata un'ulteriore suddivisione rispetto al tipo di detentore, che rappresenta la specifica forma legale dell'investitore che fornisce i fondi. Non vengono apportate modifiche alla suddivisione fornita dal dataset, ad eccezione del raggruppamento nella categoria "Altri" di tutti i tipi di detentori che non raggiungono in aggregato una quota pari ad almeno il 5% del totale.

La quota attribuita ai fondi pensione è ulteriormente suddivisa sia in base alla regione di origine che allo "Holding Style" del fondo pensione, che indica la strategia di investimento implementata dal fondo. In termini di holding style, come fornito da FactSet, i fondi pensione sono suddivisi in: "Value", "Deep Value", "Growth", "Aggressive Growth", "GARP" (Growth at a reasonable pace), "Yield" e "Non Specificato". I dettagli aggiuntivi forniti nel Capitolo 9 relativi ai pesi relativi delle attività azionarie e dei titoli di debito all'interno dei bilanci dei fondi pensione sono invece recuperati da COVIP e ANIA.

Per quanto riguarda la liquidità, i dati annuali sono forniti per ciascuno dei componenti dell'indice. Per fornire approfondimenti sulle diverse tendenze che caratterizzano i vari settori di attività, le società sono suddivise nei seguenti gruppi: "Finanza", "Consumo e Tecnologia", "Industriale e Infrastrutture". Quando si analizzano il FTSE SMALL, il FTSE STAR e il FTSE GROWTH, la categoria "Consumo e Tecnologia" è ulteriormente suddivisa in "Consumo" e "Tecnologia e Comunicazione", considerando la significativa numerosità di società classificate al suo interno. Le società sono assegnate ai gruppi in base alla loro specificazione "Settore", secondo la seguente standardizzazione e i casi residuali senza specificazione settoriale sono sostituiti manualmente:

- Finance: "Finanza".
- Consumer: "Servizi sanitari", "Beni durevoli di consumo", "Beni di consumo non durevoli", "Servizi di consumo", "Servizi di distribuzione" e "Commercio al dettaglio".
- Technology and Communication: "Servizi tecnologici", "Comunicazioni", "Servizi commerciali", "Tecnologia elettronica" e "Tecnologia sanitaria".
- Industrial and Infrastructure: "Industrie di processo", "Minerali energetici", "Servizi industriali", "Minerali non energetici", "Produzione industriale", "Trasporti" e "Utility".

Gli indici e i loro gruppi settoriali sono valutati attraverso varie variabili per fornire una comprensione completa delle dinamiche di liquidità. Poiché sono presenti casi in cui le società più piccole non presentano dati sul free float, grafici e diagrammi relativi al flottante sono creati escludendo tali società.

Trend decennali: ftse mib vs mid-small cap

La sezione analizza la performance e la liquidità dei principali indici italiani negli ultimi 10 anni. Inoltre, vengono confrontati gli aspetti di liquidità del FTSE MIB con gli indici azionari europei.

Tra gli indici italiani, il FTSE STAR ha significativamente sovraperformato gli altri indici, offrendo un rendimento cumulativo di quasi il 250% nell'ultimo decennio. Questa performance è attribuita a rendimenti positivi più pronunciati e a cali meno severi. In termini di liquidità, vi è una significativa disparità nei volumi di trading tra gli indici italiani. Il FTSE MIB ha una media annua di volumi scambiati di €546 miliardi, rispetto al FTSE MID, che ha una media di €41 miliardi. Inoltre, il FTSE MIB supera gli altri indici in termini di turnover velocity (103% vs. 40% nel 2023), percentuale di flottante presente nel capitale (60% vs. 41% durante il periodo in analisi) e numero di investitori istituzionali (294 vs. 60 durante il periodo in analisi).

Confrontando i principali indici europei, il FTSE MIB e l'IBEX 35 mostrano i valori più bassi in termini di capitalizzazione di mercato media e percentuale media di free float. In particolare, il FTSE MIB ha registrato una capitalizzazione di mercato media di €15 miliardi e una percentuale di free float del 59% nel 2023. Entrambi gli indici inoltre mostrano livelli di turnover medio più contenuti, con il FTSE MIB leggermente avanti rispetto all'IBEX 35 con €13 miliardi. Al contrario, lo SMI 20 mostra costantemente i valori più alti, con un turnover medio di €37 miliardi, una capitalizzazione di mercato media di €64 miliardi e una percentuale di free float dell'87%.

Performance

Le figure 3.1.1 e 3.1.2 forniscono un confronto degli indici italiani in termini di performance cumulativa e annuale del mercato. Tutti gli indici hanno mostrato una notevole variabilità nei rendimenti annuali, ad eccezione del FTSE GROWTH, che ha mostrato una tendenza più stabile ma negativa. Durante il periodo in analisi, gli indici italiani hanno mostrato un'alternanza di rendimenti positivi e negativi. Ad esempio, osservando il FTSE MIB dal 2018 al 2021 si rileva una sequenza di rendimenti: -16,1%, +28,3%, -5,4% e +23%. Nel 2021, tutti gli indici, tranne il FTSE GROWTH, hanno registrato una crescita significativa, segnando il maggiore incremento annuale per il FTSE SMALL e il FTSE STAR con circa il 51% e il 47%, rispettivamente.

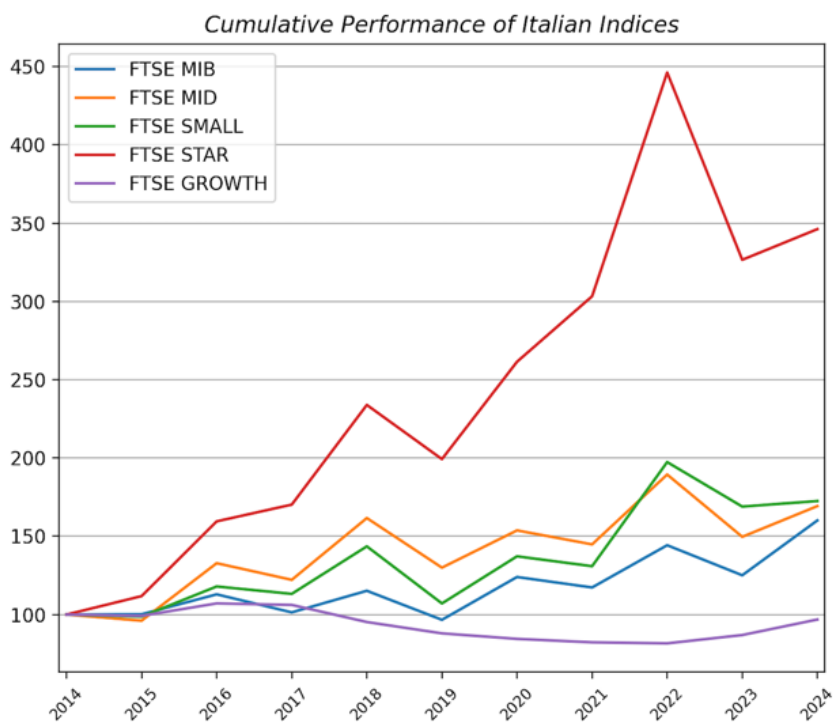


Figura 3.1.1: Performance Cumulativa degli Indici Italiani. La figura confronta la performance cumulativa degli indici italiani. Il FTSE STAR ha significativamente sovraperformato gli altri indici, chiudendo a circa 3,5 volte il valore iniziale. Gli altri indici, eccetto il FTSE GROWTH che ha concluso sotto il valore iniziale, hanno prodotto performance simili tra il 60% e il 70%. Fonte: FactSet.

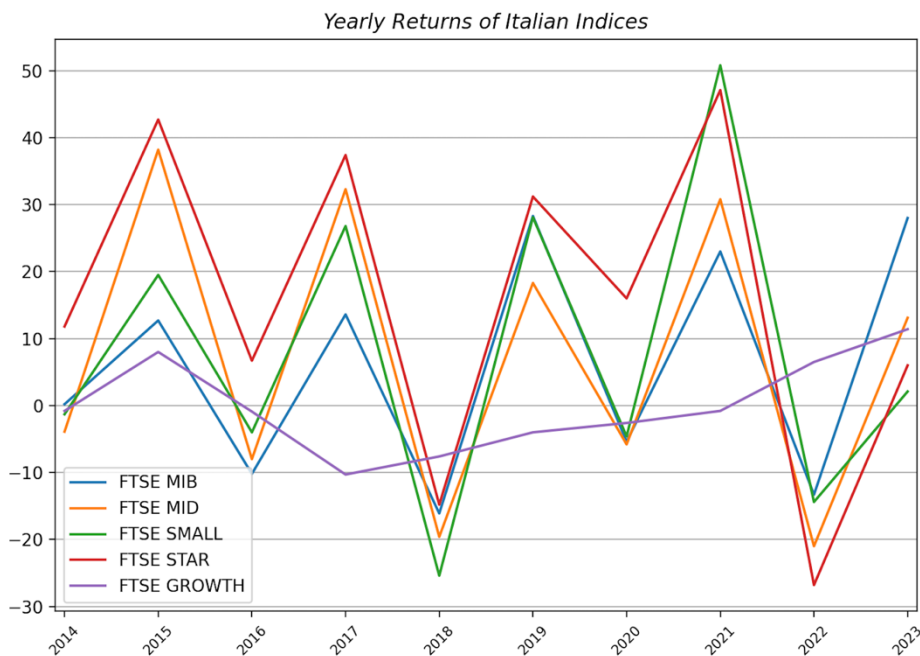


Figura 3.1.2: Performance Annuale degli Indici Italiani. La figura confronta la performance annuale degli indici italiani. Tutti gli indici, eccetto il FTSE GROWTH, sono caratterizzati da una significativa variabilità nelle loro performance annuali. Il FTSE STAR è caratterizzato da rendimenti positivi più elevati e riduzioni meno marcate rispetto agli altri indici. Fonte: FactSet.

Il FTSE GROWTH ha riportato la performance complessiva peggiore, registrando rendimenti positivi solo nel 2015 (+8%), 2022 (+6,5%) e 2023 (+11%). Nell'ultimo decennio, un investimento nel FTSE GROWTH avrebbe generato un rendimento negativo, con una perdita di circa il 3% del capitale iniziale. Al contrario, l'indice con la migliore performance è stato il FTSE STAR, come visibile dalla Figura 3.1.1. Notabilmente, un investimento iniziale di €100 nel 2014 avrebbe reso oltre €340 entro la fine del 2023. A parte un significativo calo nel 2022 (-26,8%), il FTSE STAR ha costantemente registrato rendimenti positivi più elevati, come +42,7% nel 2015 e +37,4% nel 2017, e correzioni meno pronunciate (+6,7% nel 2016 e -14,8% nel 2018) rispetto agli altri indici.

Durante l'intero periodo in analisi, il FTSE MIB, il FTSE MID e il FTSE SMALL hanno dimostrato performance comparabili, concludendo con aumenti complessivi di circa il 60%, 69% e 72,5%, rispettivamente.

Liquidità

L'analisi della liquidità è strutturata in due sezioni distinte. La prima sezione si concentra su un confronto delle dinamiche dei volumi cumulativi scambiati tra gli indici italiani durante il periodo in analisi; la successiva sezione è dedicata a un confronto puntuale tra i principali indici europei.

La figura 3.2.1 fornisce una panoramica completa dei volumi cumulativi scambiati (turnover) per tutti e cinque gli indici italiani durante il periodo in analisi. In primo luogo, la tabella evidenzia una variazione sostanziale nei volumi scambiati, in particolare tra il FTSE MIB, con una media di €546 miliardi annui di turnover, e gli altri indici, come il FTSE MID e il FTSE SMALL, con medie rispettivamente di €41 miliardi e €9 miliardi.

In secondo luogo, i dati consentono un confronto delle serie temporali tra gli indici. Considerando la robusta performance del mercato, tutti gli indici hanno raggiunto il loro picco in termini di turnover aggregato nel 2021. In particolare, il FTSE SMALL e il FTSE STAR hanno raggiunto valori di turnover aggregato di €12 e €32 miliardi, segnando rispettivamente aumenti del 30% e del 65% rispetto alla mediana del periodo in analisi. Nel caso del FTSE MIB, il valore del 2021 di €523 miliardi rappresenta un picco relativo dopo il calo significativo del 2019, che ha riportato il turnover aggregato vicino alla mediana del periodo in analisi.

Tuttavia, emergono tendenze distintive dopo il picco del 2021 tra i diversi indici. Mentre il FTSE MIB e il FTSE STAR hanno subito lievi battute d'arresto nei due anni successivi, probabilmente a causa dell'alta qualità delle società all'interno di questi indici, il FTSE MID e il FTSE SMALL hanno subito inversioni sostanziali nel 2022, con decrementi rispettivamente del 37% e del 33%.

È degno di nota che l'indice FTSE GROWTH non ha registrato un calo pronunciato dopo il picco del 2021, con il turnover aggregato del 2022 che è rimasto superiore del 56% rispetto alla mediana del periodo in analisi. Questa performance può essere attribuita all'afflusso di società che sono entrate nell'indice durante tali anni e alla presenza di Technoprobe SpA (TPRO-IT) nel 2022, che ha contribuito con circa €560 al turnover, aiutando a sostenere il valore complessivo.

CTV (€bn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
FTSE MIB	634	673	548	538	536	477	521	523	492	515
vs median 14-23	20%	27%	4%	2%	1%	(10%)	(1%)	(1%)	(7%)	(3%)
FTSE MID	33	50	34	46	46	41	42	51	32	29
vs median 14-23	(20%)	20%	(19%)	10%	10%	(1%)	1%	23%	(23%)	(30%)
FTSE SMALL	9	10	6	14	10	9	10	12	8	6
vs median 14-23	(4%)	7%	(40%)	49%	8%	(7%)	4%	30%	(19%)	(33%)
FTSE STAR	18	19	11	21	19	19	26	32	19	18
vs median 14-23	(3%)	(0%)	(40%)	7%	(3%)	0%	35%	65%	1%	(8%)
FTSE GROWTH	1	1	0	2	3	2	2	5	3	2
vs median 14-23	(66%)	(24%)	(85%)	(2%)	31%	12%	2%	143%	56%	(4%)

Figura 3.2.1: Volumi scambiati Cumulativi tra gli Indici Italiani. La tabella elenca il turnover aggregato per tutti gli indici italiani durante il periodo in analisi e confronta il dato puntuale con la mediana per l'indice corrispondente. Fonte: FactSet.

La figura 3.2.1 evidenzia la significativa differenza in termini di volume di scambi cumulativi tra il FTSE MIB e gli altri indici. La figura 3.2.2 confronta il FTSE MIB con gli altri indici esaminando al turnover velocity media aggregata e la free float velocity. I valori medi di turnover velocity per gli indici diversi dal FTSE MIB sono ponderati in base alla capitalizzazione di mercato complessiva degli indici. Entrambe le velocity hanno mostrato una tendenza negativa durante il periodo in analisi per tutti gli indici. Tuttavia, considerando il turnover aggregato e il free float, i dati che caratterizzano il FTSE MIB sono significativamente più elevati rispetto a quelli degli altri indici. Nonostante la diminuzione da circa il 167% a circa il 103%, la turnover velocity media per il FTSE MIB nel 2023 è più del doppio rispetto a quella degli altri indici, pari a circa il 40%. Lo stesso può essere osservato riguardo alle free float velocity, con una media di circa il 180% e il 90% per il FTSE MIB e gli altri indici, rispettivamente.

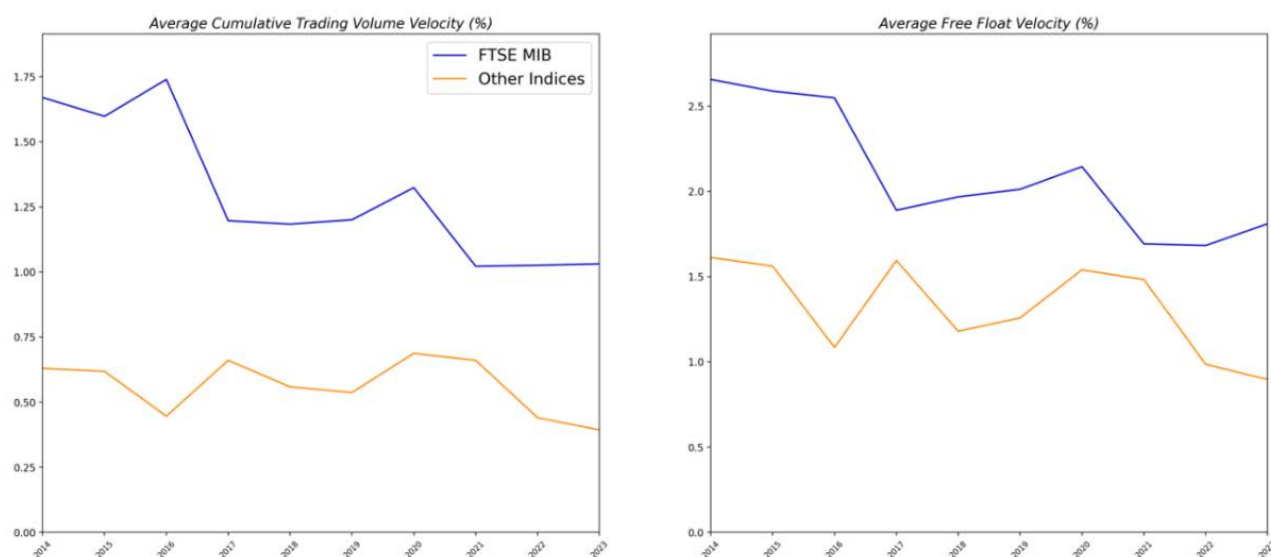


Figura 3.2.2: Turnover Velocity e Free Float Velocity Medie del FTSE MIB e degli Altri Indici. La figura confronta la turnover velocity (a sinistra) e la free float velocity (a destra) del FTSE MIB con una media ponderata degli altri indici. Fonte: FactSet.

La figura 3.2.3 evidenzia la stabilità delle tendenze riguardanti la percentuale media di free float sia per il FTSE MIB che per gli altri indici italiani, con variazioni che sono rimaste minime, non superando il 3%. È degno di nota che il FTSE MIB si distingue dagli altri indici, vantando una percentuale media di free float di circa il 60% durante il periodo in analisi, in contrasto con la media di circa il 41% osservata tra i suoi omologhi.

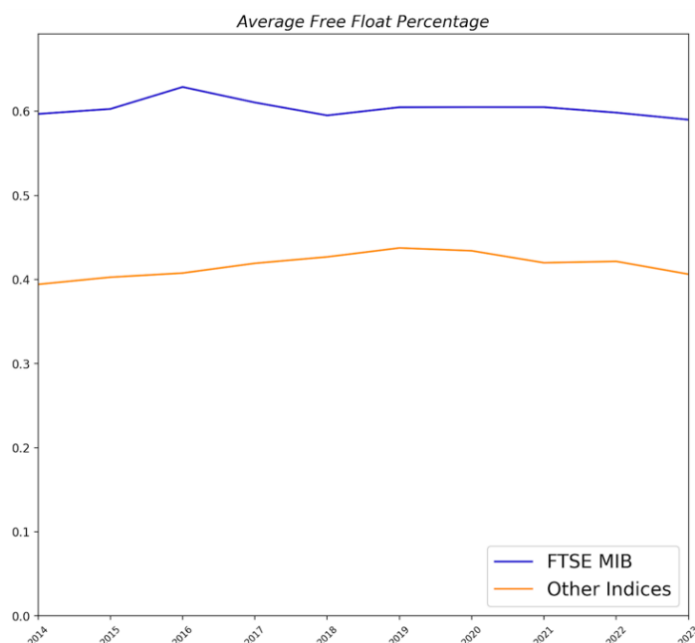


Figura 3.2.3: Percentuale Media di Free Float del FTSE MIB e degli Altri Indici. La figura confronta la percentuale media di free float (sul totale della capitalizzazione di mercato) del FTSE MIB con una media ponderata degli altri indici. Fonte: FactSet.

Inoltre, la figura 3.2.4 confronta il FTSE MIB con gli altri indici in termini di presenza di investitori istituzionali. In termini assoluti, il numero medio di investitori istituzionali nelle società appartenenti al FTSE MIB è significativamente più elevato rispetto a quello degli altri indici, con medie rispettivamente di circa 294 e 60 durante il periodo in analisi. Inoltre, sia per il FTSE MIB che per gli altri indici aggregati, il numero medio di istituzionali è aumentato, passando da circa 265 a 318 e da 52 a 61, rispettivamente. Guardando alla percentuale media di free float detenuta dagli investitori istituzionali, il FTSE MIB è più allineato con gli altri indici aggregati, con medie rispettivamente di circa il 45% e il 41% durante il periodo in analisi. Tuttavia, il FTSE MIB è stato caratterizzato da un aumento maggiore, che ha visto la percentuale di istituzionali crescere da circa il 36% nel 2014 al 47% nel 2023.

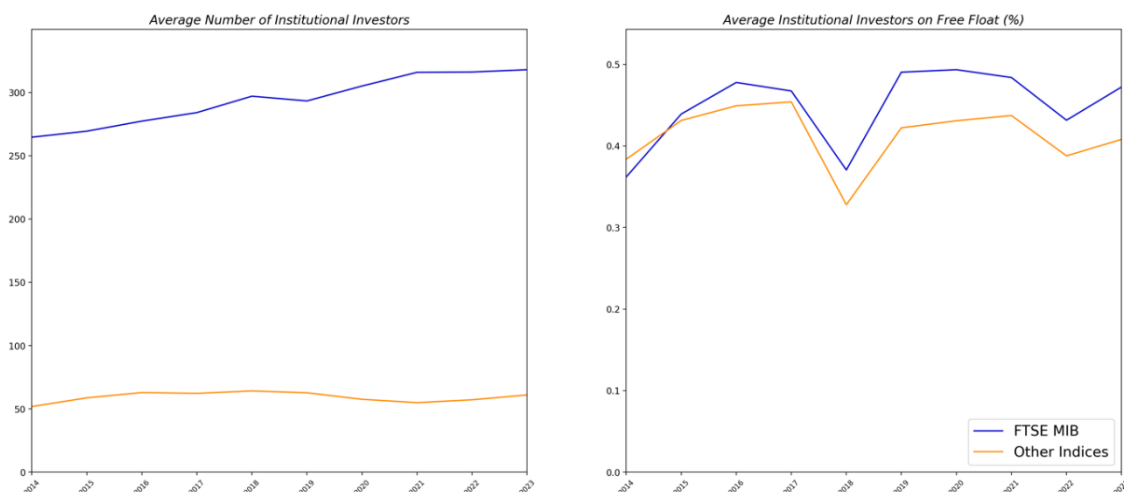


Figura 3.2.4: Presenza Media di Investitori Istituzionali. La figura confronta il numero medio di investitori istituzionali (a sinistra) e la percentuale di free float che detengono (a destra) del FTSE MIB con una media ponderata degli altri indici. Fonte: FactSet.

Per fornire un'immagine immediata dello stato dell'arte e delle differenze tra i mercati azionari europei, presentiamo un confronto tra i principali indici europei analizzando i dati del 2023 e le statistiche di mercato delle loro società componenti. Gli indici considerati sono il FTSE MIB (Italia), il CAC 40 (Francia), il DAX 40 (Germania), l'IBEX 35 (Spagna), lo SMI (Svizzera) e il FTSE 100 (Regno Unito). Rappresentano le più grandi società nel rispettivo paese e possono essere considerati ottimi indicatori dei mercati azionari nazionali e delle economie. Aggregando i settori di attività delle società, è possibile evidenziare le differenze nella composizione degli indici. Le società sono raggruppate nei seguenti tre gruppi principali: a) "Consumer and Tech"; b) "Finance"; c) "Industrial and Infrastructure".

	Consumer and Tech	Finance	Industrial and Infrastructure
FTSE MIB	0.35	0.35	0.30
CAC 40	0.60	0.15	0.25
DAX 40	0.60	0.18	0.23
IBEX 35	0.26	0.26	0.49
SMI 20	0.50	0.25	0.25
FTSE 100	0.53	0.25	0.22

Figura 3.2.5: Percentuali dei Pesi Settoriali dei Principali Indici Europei. La tabella elenca le dimensioni relative dei settori "Consumer and Tech", "Finance" e "Industrial and Infrastructure" all'interno dei principali indici europei nel 2023. Fonte: FactSet.

La figura 3.2.5 evidenzia che in due terzi degli indici, il gruppo più popolato è quello "Consumer and Tech", che comprende settori come "Servizi di consumo", "Commercio al dettaglio" e "Servizi tecnologici". Sul CAC 40 e sul DAX 40, le società appartenenti a tale gruppo costituiscono il 60% del totale, mentre sull'IBEX 35 sono solo il 26%, che è la percentuale più bassa tra gli indici. Infatti, l'IBEX 35 presenta un'alta concentrazione nel settore "Industrial and Infrastructure", che rappresenta quasi la metà delle società che compongono l'indice; al contrario, le divisioni settoriali negli altri paesi non superano mai il 30%.

Il settore "Finance" è il settore meno presente tra tutti gli indici, con una media del 24% ed un peso massimo del 35% nel FTSE MIB. È degno di nota che il FTSE MIB appare l'indice più bilanciato per composizione settoriale, con divisioni pari al 35% e al 30% rispettivamente per "Consumer and Tech" e "Finance" e per "Industrial and Infrastructure".

Gli indici vengono quindi analizzati confrontando le medie di alcune misure di liquidità per le società componenti. Dato che le informazioni sul free float non sono disponibili per l'azienda "Pershing Square Holdings, Ltd. Public Class USD Accum.Shs" appartenente al FTSE 100, è stata esclusa da tutti i calcoli.

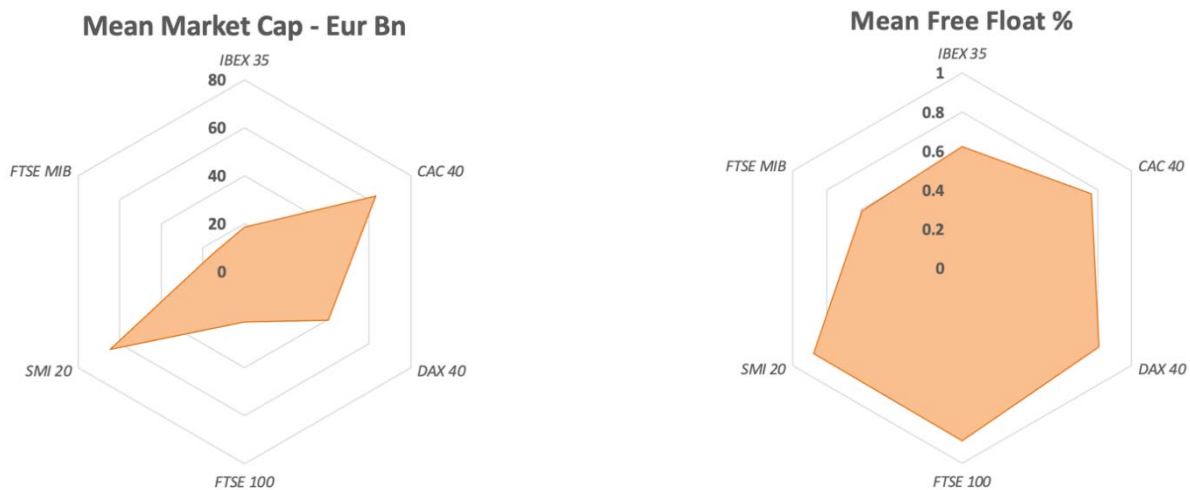


Figura 3.2.6: Capitalizzazione di Mercato Media e Percentuale di Free Float degli Indici Europei. I due diagrammi forniscono un confronto della capitalizzazione di mercato media (a sinistra) e della percentuale media di free float (a destra) dei principali indici europei nel 2023. Fonte: FactSet.

La figura 3.2.6 fornisce una visione delle capitalizzazioni di mercato medie relative delle società per gli indici in esame. Lo SMI 20 e il CAC 40 si trovano in cima, rispettivamente con una media di circa €64 e 63 miliardi. Il valore più basso è invece registrato dal FTSE MIB, con una media appena sopra i €15 miliardi, che è meno di un quarto dei due indici principali. L'IBEX 35 e il FTSE 100 sono, rispettivamente, il secondo e il terzo più basso. Il DAX 40 si colloca a metà, con una capitalizzazione di mercato media di circa €40 miliardi. Confrontando gli indici rispetto alla percentuale media di free float, emerge un'immagine più compatta. Il valore più alto è registrato dal FTSE 100, con una media dell'88%, seguito da vicino dallo SMI con l'87%. Il FTSE MIB si colloca all'ultimo posto con una media di circa il 59%, simile a quella dell'IBEX 35 al 62%. Il CAC 40 e il DAX 40 si trovano a metà con rispettivamente il 76% e l'80%.

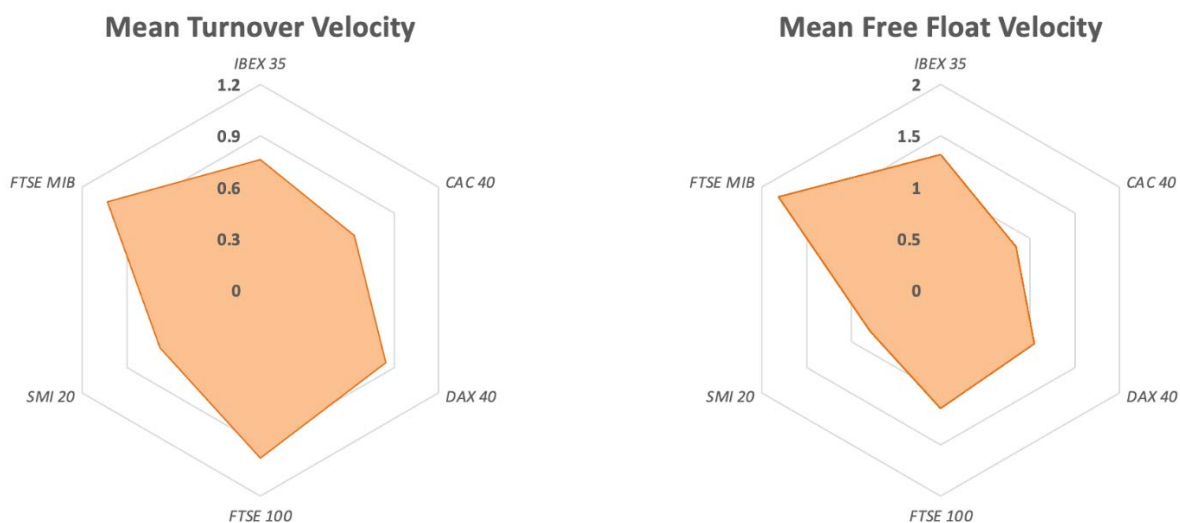


Figura 3.2.7: Turnover Velocity Media e Free Float Velocity Media degli Indici Europei. I due diagrammi forniscono un confronto della turnover velocity media (a sinistra) e della free float velocity media (a destra) dei principali indici europei nel 2023. Fonte: FactSet.

La figura 3.2.7 dettaglia la turnover velocity media e la free float velocity . Le metriche sono calcolate dividendo i volumi scambiati cumulativi per la capitalizzazione di mercato e il free float, rispettivamente. Livelli elevati di velocity suggeriscono che vi è una forte attività di trading e un'elevata liquidità. Questi dati forniscono un'immagine radicalmente diversa rispetto a quelle evidenziate dalle altre metriche. Considerando sia il turnover che il free float, il FTSE MIB presenta la media più alta, rispettivamente di circa 1 e 1,8. L'IBEX 35 mostra cifre elevate, soprattutto rispetto al free float, con una media di circa 1,3. Le cifre più basse sono associate allo SMI 20 e al CAC 40. La velocità media del free float dello SMI 20 è appena inferiore a 0,8, che è meno della metà di quella del FTSE MIB. Allo stesso modo, la velocità media del turnover del CAC 40 è di circa 0,63, che è appena sopra il 60% del valore registrato dal FTSE MIB.

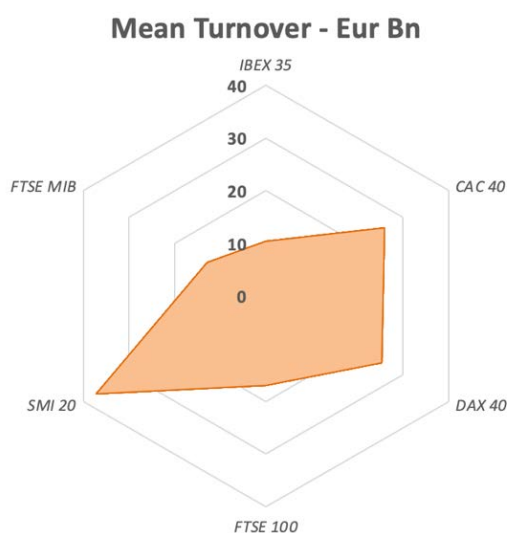


Figura 3.2.8: Turnover Medio degli Indici Europei. Il diagramma fornisce un confronto del turnover medio dei principali indici europei nel 2023. Fonte: FactSet.

Infine, la figura 3.2.8 confronta gli indici in base al turnover medio, cioè i volumi scambiati cumulativi annui, in miliardi di euro. La figura misura il livello di attività di trading negli indici considerati, fornendo così approfondimenti sulla liquidità delle corrispondenti società, nonché sull'attività di mercato e l'attrattività. In questo caso, lo SMI 20 supera significativamente tutti gli altri indici, con una media impressionante di circa €37 miliardi. Il FTSE MIB e l'IBEX 35 presentano invece una media significativamente più bassa, rispettivamente di circa €13 e 10 miliardi.

Composizione azionaria: focus sugli indici

La sezione inizia fornendo una panoramica dello sviluppo complessivo della composizione azionaria dei principali indici italiani, offrendo in seguito un confronto europeo. Successivamente, prosegue fornendo approfondimenti dettagliati relativi a ciascun indice, in questo ordine: FTSE MIB; FTSE MID, FTSE GROWTH, FTSE STAR e FTSE SMALL.

Tutti gli indici sono caratterizzati da un aumento degli investimenti sia da parte degli investitori istituzionali che degli *insider*. Inoltre, in tutti gli indici, il contributo degli investitori istituzionali è il più piccolo, passando dal 37% al 46% nel FTSE MIB e mantenendosi stabile intorno al 30% nel FTSE STAR. La suddivisione della *ownership* degli istituzionali rivela che, in tutti gli indici, la maggior parte dei fondi è fornita dagli *investment advisors* (con quote relative costantemente superiori al 70%), integrati da gestori di fondi comuni, gestori di fondi sovrani e gestori di hedge fund.

Inoltre, la suddivisione per geografia evidenzia che la maggior parte degli investimenti istituzionali è straniera, proveniente principalmente da Europa e Nord America, mentre gli investitori istituzionali italiani rappresentano una quota limitata: è stabile intorno al 7% nel FTSE MIB mentre è in aumento dal 10% al 20% nel FTSE STAR. Questi risultati sono significativamente diversi da quelli ottenuti considerando anche gli *insider*, poiché la quota degli investitori italiani rappresenta oltre il 40% nel FTSE MIB e intorno al 70% nel FTSE STAR.

Focalizzandosi sui fondi pensione, è possibile vedere come il contributo dei *player* italiani sia limitato in dimensione e concentrato in pochi anni, mentre la maggior parte dei fondi è fornita da fondi pensione europei e nordamericani, sia nel FTSE MIB che nel FTSE STAR. Inoltre, questi fondi adottano principalmente strategie di "Growth", integrate da alternative di "Yield", "Value" e "Agressive Growth".

Inoltre, il confronto tra i contributi dei fondi attivi e passivi mostra che tutti gli indici sono caratterizzati dalla predominanza dei fondi passivi, con le alternative attive che aumentano progressivamente la loro quota relativa, cresciuta dal 18% al 33% nel FTSE MIB e dal 4% al 14% nel FTSE STAR.

Evoluzione generale e confronto europeo

Il mercato azionario italiano, rappresentato dai cinque principali indici (FTSE MIB, FTSE MID, FTSE SMALL, FTSE STAR e FTSE GROWTH), ha assistito a significativi cambiamenti nelle dinamiche di investimento nell'ultimo decennio. Sebbene alcuni trend generali siano osservati in tutti gli indici, ci sono anche notevoli differenze nelle specificità di questi sviluppi.

In tutti gli indici, c'è stato un aumento degli investimenti e della *ownership* sia da parte degli investitori istituzionali che degli *insider*. Considerando gli indici aggregati, la Figura 4.1.1 evidenzia la partecipazione complessiva degli investitori istituzionali e degli *insider* durante il periodo del campione. Gli investimenti da parte degli investitori istituzionali sono più che raddoppiati, passando da circa €106 miliardi nel 2014 a oltre €220 miliardi nel 2023. Anche la quota degli *insider* è cresciuta considerevolmente: da circa €213 miliardi nel 2014 a circa €323 miliardi nel 2023. Complessivamente, i due gruppi hanno prodotto un aumento del 70% della partecipazione, che è cresciuta da circa €320 miliardi nel 2014 a €544 miliardi nel 2023.

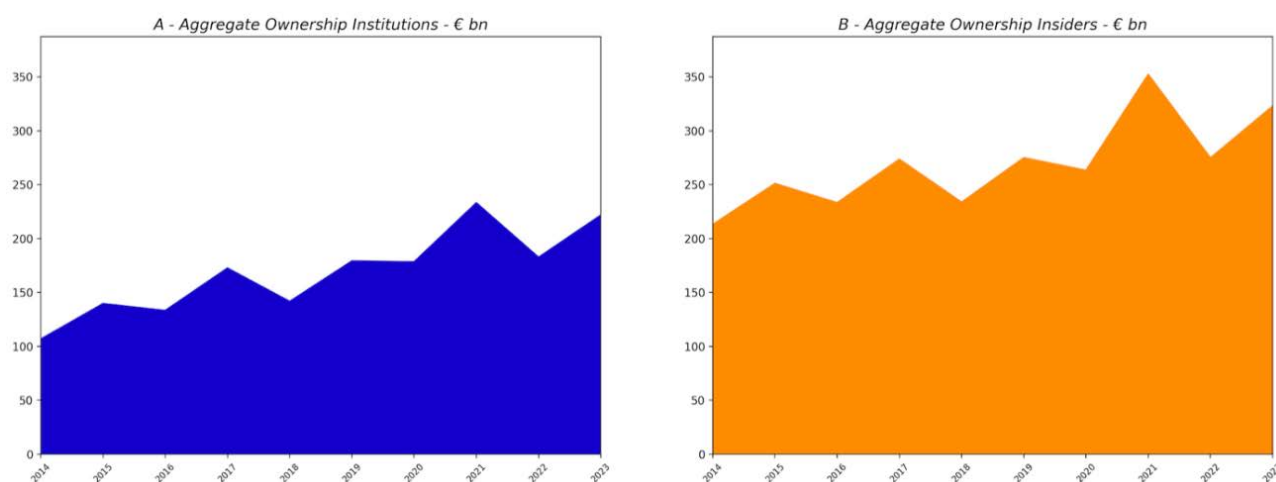


Figura 4.1.1: Partecipazione complessiva su Tutti gli Indici. Il diagramma raffigura la partecipazione complessiva degli investitori istituzionali (destra) e degli insider (sinistra) sui principali indici italiani (FTSE MIB, MID, SMALL, STAR e GROWTH). Fonte: FactSet.

Tuttavia, l'entità di questo aumento varia considerevolmente a seconda dell'indice. Il FTSE MIB e il FTSE STAR hanno registrato una crescita sostanziale in termini di importi aggregati in euro per entrambe le categorie (117% e 108% per gli investitori istituzionali, 50% e 105% per gli insider, rispettivamente). Il FTSE MID ha visto un aumento più modesto (51% per gli investitori istituzionali, 44% per gli insider), mentre il FTSE SMALL ha registrato un aumento particolarmente marcato degli investimenti istituzionali (circa 50%) rispetto agli *insider* (circa 8%). Il FTSE GROWTH, d'altra parte, ha mostrato una tendenza contrastante: la *ownership* degli insider è più che raddoppiata, superando la crescita relativamente più lenta degli investimenti istituzionali.

L'interazione tra le strategie di gestione attiva e passiva dei fondi è differente nei diversi indici. Per il FTSE MIB, c'è stata una crescente domanda per i fondi gestiti attivamente rispetto ai loro omologhi passivi. Al contrario, gli indici FTSE MID, FTSE SMALL e FTSE STAR hanno tutti registrato una predominanza costante dei fondi passivi, sebbene le strategie attive abbiano guadagnato terreno, in particolare negli ultimi due indici. Il FTSE GROWTH ha mostrato una dinamica unica, con i fondi passivi inizialmente dominanti ma i fondi attivi che sono diventati sempre più significativi a partire dal 2018, rappresentando una quota media del 18%.

Geograficamente, mentre gli investitori europei e nordamericani hanno mantenuto la loro posizione di principali detentori esterni nella maggior parte degli indici, ci sono stati cambiamenti significativi nelle loro quote relative. Il FTSE MIB ha registrato un graduale calo degli investimenti europei accompagnato da un aumento della presenza nordamericana. Anche il FTSE MID è stato oggetto di una tendenza simile per gli investitori istituzionali, con la *ownership* europea (esclusa l'Italia) in diminuzione e le partecipazioni nordamericane stabili. Tuttavia, considerando gli *insider*, i fondi italiani hanno costantemente rappresentato oltre l'80%. Il FTSE SMALL ha invertito questa tendenza, registrando un significativo aumento degli investimenti istituzionali italiani e una corrispondente diminuzione delle partecipazioni nordamericane.

La composizione della *ownership* all'interno dei gruppi di investitori istituzionali e *insider* varia anche tra gli altri indici. Considerando gli *insider*, individui ed entità private tendono a dominare, con alcuni indici (FTSE SMALL e FTSE GROWTH) che mostrano una presenza notevole anche di società pubbliche agenti come *insider*. Dal lato degli investitori istituzionali, gli *investment advisors* sono emersi costantemente come *player* dominanti, spesso rappresentando oltre il 70% degli investimenti. Tuttavia,

i contributi relativi di altri *player*, come i gestori di fondi comuni, hedge fund e fondi sovrani, fluttuano tra gli indici e nel tempo.

Aggregando tutti gli indici, la partecipazione complessiva degli investitori italiani è aumentata in termini assoluti considerando sia gli investitori istituzionali che gli insider, come illustrato nella Figura 4.1.2. La partecipazione complessiva degli investitori istituzionali italiani è aumentata di circa il 150%, crescendo da circa €8 miliardi nel 2014 a oltre €20 miliardi nel 2023. Il contributo degli insider è stato significativamente maggiore ed è cresciuto da circa €184 miliardi nel 2014 a €232 miliardi nel 2023. Complessivamente, la *ownership* italiana è cresciuta di circa il 30%, raggiungendo €252 miliardi nel 2023.

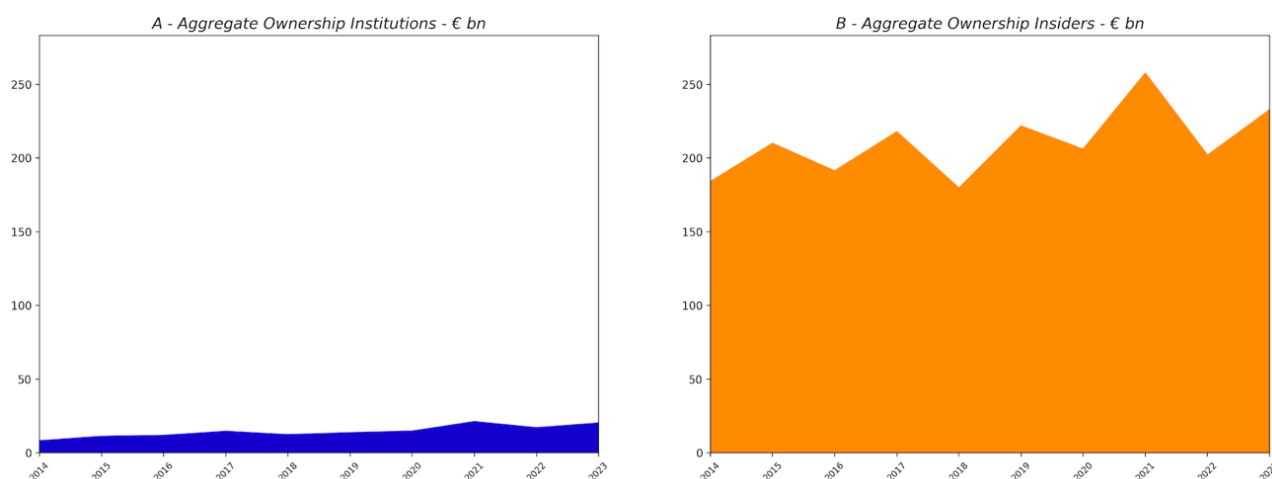


Figura 4.1.2: Partecipazione complessiva su Tutti gli Indici da Parte degli Investitori Italiani. Il diagramma raffigura la partecipazione complessiva degli investitori istituzionali italiani (destra) e degli insider (sinistra) sui principali indici italiani (FTSE MIB, MID, SMALL, STAR e GROWTH). Fonte: FactSet.

In termini relativi, la dinamica è diversa. Per quanto riguarda gli investitori istituzionali, i player italiani rappresentavano una piccola parte degli investimenti complessivi, che è mossa leggermente aumentata dal 7,4% nel 2014 al 9% nel 2023. Al contrario, tra gli insider, gli italiani rappresentano la quota maggiore, con una media del 78% durante il periodo del campione. Tuttavia, la porzione di investimenti relativa degli insider italiani è diminuita costantemente, passando dall'86% nel 2014 al 72% nel 2023. Aggregando *insider* e istituzionali, la tendenza complessiva è una diminuzione della quota relativa detenuta dagli investitori italiani, passando da circa il 60% nel 2014 al 46% nel 2023.

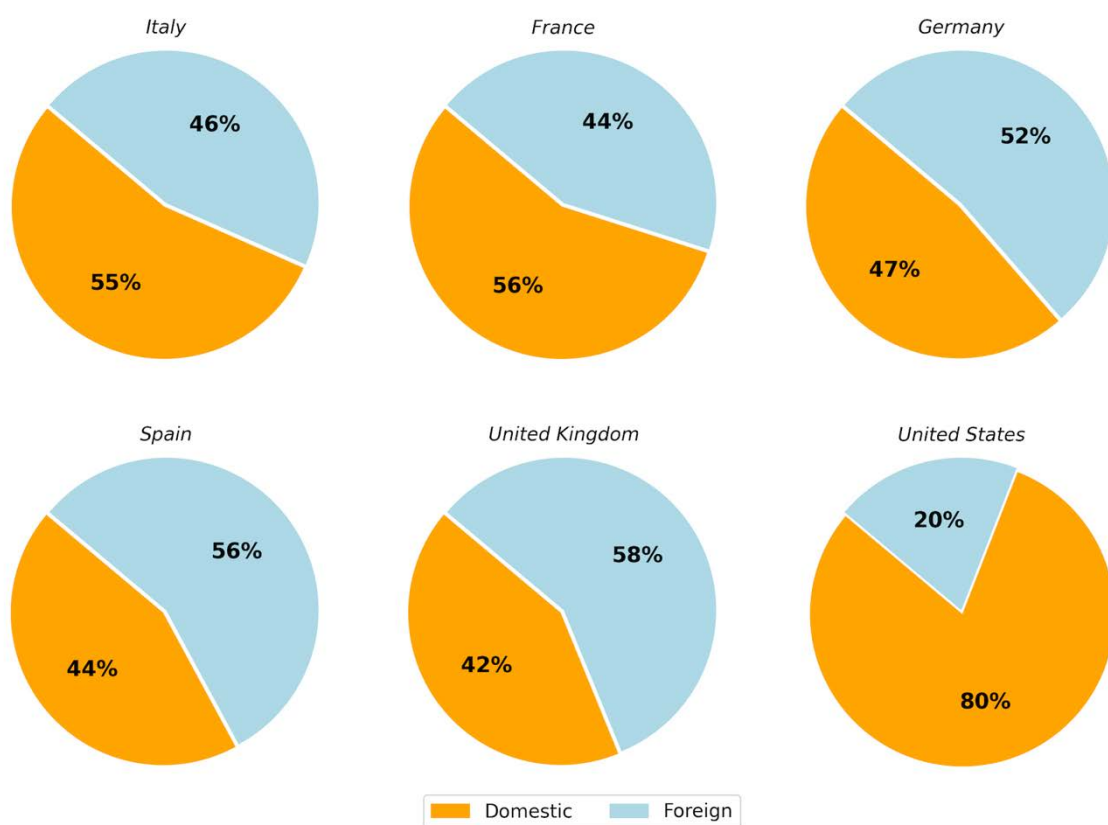


Figura 4.1.3: Investimenti Relativi tra Paesi da Parte di Investitori Domestici e Stranieri nel 2017. I diagrammi raffigurano la partecipazione complessiva relativa da parte di investitori domestici e stranieri. Fonte: FactSet, OCSE.

La Figura 4.1.3 fornisce un confronto tra le quote di partecipazione complessiva detenute da investitori domestici e stranieri nei principali paesi europei e negli Stati Uniti. I dati sono recuperati dall'OCSE e si riferiscono alla situazione alla fine del 2017. Le cifre sono calcolate escludendo il free float detenuto da investitori non soggetti a requisiti di divulgazione. La percentuale di investitori domestici italiani riportata dall'OCSE è allineata con i risultati ottenuti dal presente rapporto, pari a circa il 55% e il 52%, rispettivamente. La quota detenuta dagli investitori domestici italiani è simile a quella della Francia e della Germania, pari rispettivamente al 56% e al 47%. Al contrario, la Spagna e il Regno Unito presentano cifre leggermente inferiori, con gli investitori stranieri che rappresentano la quota maggiore, pari rispettivamente al 56% e al 58%. Infine, negli Stati Uniti, la quota detenuta dagli investitori domestici è significativamente più alta, pari all'80%.

Allo stesso modo, la Figura 4.1.4 fornisce un confronto focalizzato sugli investitori istituzionali, rivelando differenze significative rispetto ai dati precedentemente illustrati. All'interno della categoria degli investitori istituzionali, i player domestici rappresentano una quota notevolmente inferiore rispetto ai loro omologhi stranieri, in particolare per l'Italia e la Spagna. Gli investitori istituzionali italiani, ad esempio, hanno contribuito solo al 6% del totale nel 2017 per il FTSE MIB. Questa cifra aumenta considerevolmente per le società di dimensioni minori come il FTSE MID (15%) e il FTSE SMALL (21%), ma rappresenta comunque una quota minoritaria. La divisione relativa alla Spagna è allineata con la distribuzione del FTSE MIB, con gli investitori istituzionali spagnoli che rappresentano solo l'8% del totale. Al contrario, la Francia e la Germania vedono un coinvolgimento domestico considerevolmente più alto, con gli investitori istituzionali domestici che costituiscono un quarto del totale. Considerando congiuntamente le Figure 4.1.3 e 4.1.4, possiamo notare come gli investitori domestici siano presenti nel mercato italiano e la grande assenza sia legata agli investitori istituzionali.

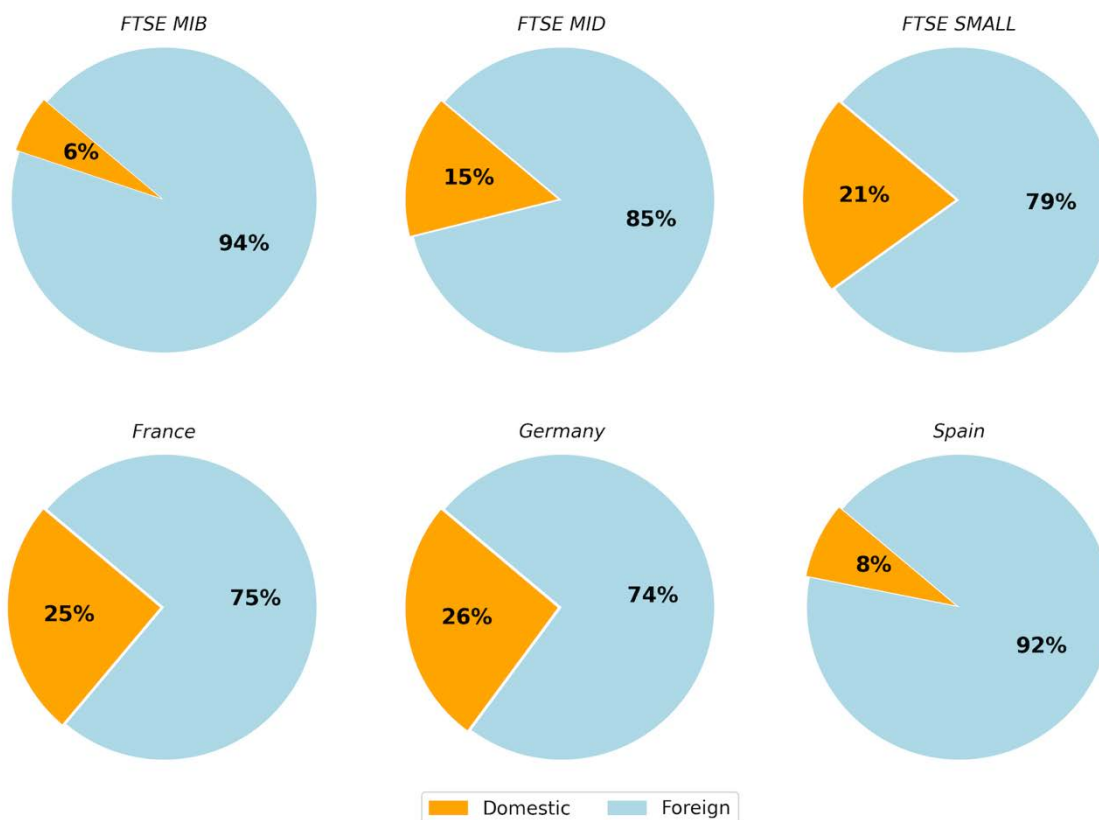


Figura 4.1.4: Investimenti Relativi tra Paesi da Parte di Investitori Istituzionali Domestici e Stranieri nel 2017. I diagrammi raffigurano la partecipazione complessiva relativa da parte di investitori istituzionali domestici e stranieri. Fonte: FactSet, OCSE.

Gli investimenti dei fondi pensione hanno mostrato schemi distinti tra gli indici. Il FTSE MIB ha registrato una crescita costante delle partecipazioni da parte dei fondi pensione nordamericani e APAC, potenzialmente attratti da strategie attive. Il FTSE MID e il FTSE STAR hanno registrato aumenti significativi degli investimenti da parte dei fondi pensione, principalmente guidati da fondi pensione europei (esclusa l'Italia) e, in misura minore, dai fondi pensione italiani. Il FTSE SMALL e il FTSE GROWTH, d'altra parte, hanno mostrato tendenze più variabili, con gli investimenti dei fondi pensione che hanno raggiunto un picco a metà del periodo prima di diminuire verso la fine. Si nota che i fondi pensione tedeschi non investono nel mercato italiano: è importante ricordare che, a livello aggregato, investono molto poco nei mercati azionari. Anche la presenza dei fondi pensione italiani è molto limitata, nonostante la recente crescita.

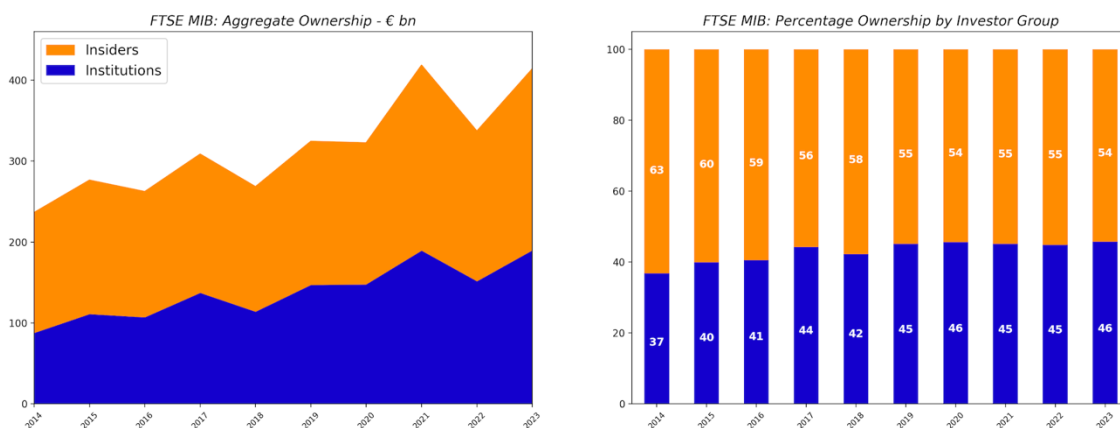
Confronto degli indici italiani

La sezione si concentra sulla composizione azionaria dei vari indici italiani fornendo approfondimenti sia in termini assoluti che relativi. Le figure riportate in tutta la sezione si riferiscono al FTSE MIB e al FTSE STAR mentre gli altri indici (FTSE MID, FTSE SMALL e FTSE GROWTH) sono descritti nelle loro peculiarità nel testo. Le descrizioni complete delle dinamiche che caratterizzano ciascun indice sono inserite nei materiali supplementari. Abbiamo scelto di risaltare gli indici FTSE MIB e FTSE STAR per la nostra analisi in quanto il FTSE MIB è l'indice più significativo in Italia, rappresentando le principali società per capitalizzazione di mercato, mentre il FTSE STAR ha dimostrato la migliore performance nell'ultimo decennio, come illustrato nella Figura 3.1.1.

Investitori Istituzionali vs. Insider

Il primo aspetto su cui si concentra lo studio è la compagine azionaria delle società quotate italiane. Analizzare la partecipazione complessiva delle società rivela chi sono i principali investitori, considerando sia le geografie che i tipi di detentori, e come le loro quote siano evolute nell'ultimo decennio.

FTSE MIB



FTSE STAR

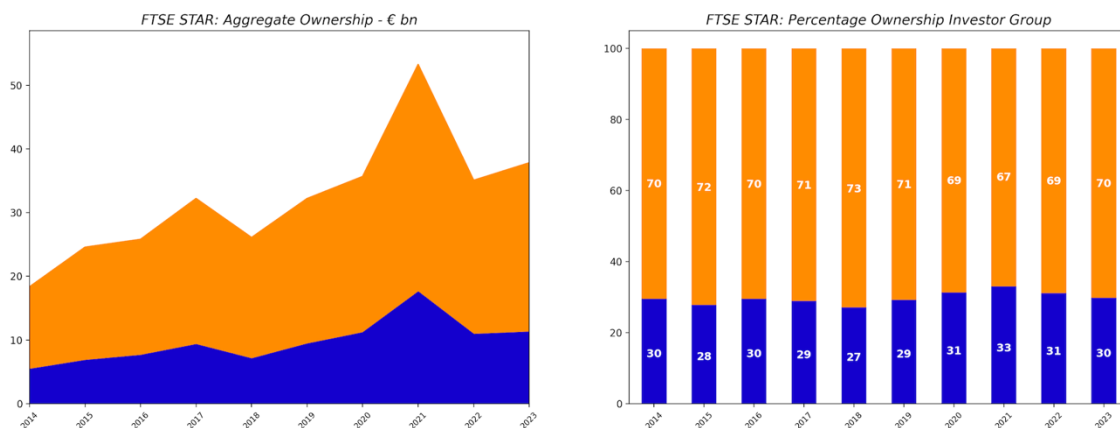


Figura 4.2.1 Suddivisione per tipologia di investitori, Istituzionali vs. Insider. La figura riporta per il FTSE MIB (sopra) e il FTSE STAR (sotto) la suddivisione degli investitori istituzionali e degli insider (a sinistra) durante il periodo del campione e le suddivisioni relative tra i due gruppi (a destra). Fonte: FactSet.

La Figura 4.2.1 fornisce uno spaccato sulla compagine azionaria e le tendenze degli investitori nel periodo compresa tra il 2014 e il 2023. Considerando il FTSE MIB, la partecipazione complessiva da parte degli investitori istituzionali ha visto un aumento sostanziale, più che raddoppiando (da circa €87

miliardi nel 2014 a quasi €190 miliardi nel 2023), indicando una crescente partecipazione e investimento da parte dei *player* istituzionali quali fondi comuni, fondi pensione e gestori patrimoniali nel mercato italiano. Allo stesso modo, si può osservare un aumento costante della partecipazione degli *insider*, che cresce da circa €150 miliardi nel 2014 a quasi €225 miliardi nel 2023. Ciò suggerisce che gli *insider* hanno detenuto azioni delle proprie società durante questo periodo e aumentato il loro coinvolgimento. Complessivamente, la partecipazione complessiva nel FTSE MIB è cresciuta da circa €240 miliardi nel 2014 a oltre €410 miliardi nel 2023, riflettendo l'aumento degli investimenti nelle azioni italiane. La Figura 4.2.1 raffigura anche la suddivisione tra investitori istituzionali e *insider* in termini percentuali. Le quote relative dei due gruppi sono cambiate leggermente nell'ultimo decennio, con un aumento costante (o riduzione) per la percentuale di investimenti degli istituzionali (o *insider*) passando da circa il 37% nel 2014 al 46% nel 2023 (o dal 63% al 54%).

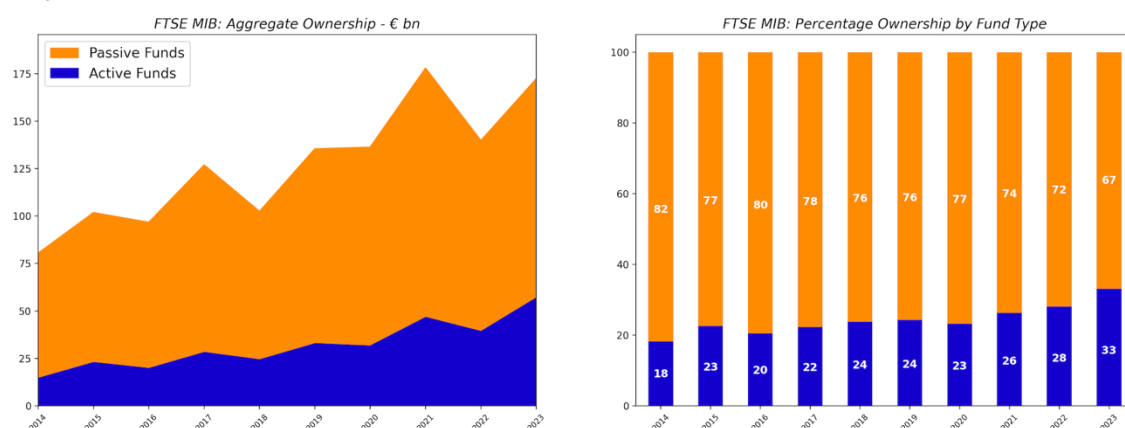
La seconda parte della Figura 4.2.1 è focalizzata invece sulla caratterizzazione del FTSE STAR. Similmente al FTSE MIB, la partecipazione complessiva da parte degli investitori istituzionali è aumentata significativamente da circa €5,4 miliardi nel 2014 a oltre €11 miliardi nel 2023. Analogamente, gli investimenti degli *insider* sono aumentati da quasi €13 miliardi nel 2014 a circa €26,5 miliardi nel 2023. Data la dimensione relativa tra i due gruppi, l'aumento dell'importo complessivo è guidato principalmente dagli *insider*. La traiettoria ascendente ha portato la partecipazione complessiva da circa €18 miliardi nel 2014 a quasi €38 miliardi nel 2023. Inoltre, è chiaramente visibile il picco del coinvolgimento sia degli *insider* che degli istituzionali nel 2019, che ha raggiunto un valore aggregato di oltre €53 miliardi, sebbene la tendenza si sia rapidamente invertita l'anno successivo. In termini relativi, la suddivisione tra *insider* e istituzionali è rimasta costante, con gli *insider* (o istituzionali) che hanno rappresentato in media circa il 70% (o 30%) del totale.

Complessivamente, i grafici indicano alcune tendenze chiave che caratterizzano gli investitori nel mercato azionario italiano: 1) sia il FTSE MIB che il FTSE STAR hanno sperimentato un aumento degli investimenti e della *ownership* sia da parte degli investitori istituzionali che degli *insider*, e 2) la quota relativa degli investitori istituzionali è rimasta costante nel FTSE STAR ma è cresciuta nel FTSE MIB.

Gli altri tre indici oggetto della nostra analisi sono caratterizzati dalla predominanza degli investitori *insider* sugli investitori istituzionali, similmente al FTSE MIB e FTSE STAR precedentemente descritti. Nel FTSE MID e nel FTSE SMALL le quote relative ai due gruppi sono rimaste abbastanza stabili, con gli investimenti degli *insider* che rappresentano circa il 75% e l'80% del totale, rispettivamente. Al contrario, nel FTSE GROWTH la partecipazione degli istituzionali è cambiata più significativamente nell'ultimo decennio, diminuendo dal 27% nel 2014 al 17% nel 2023.

Tipologia di Fondi

FTSE MIB



FTSE STAR

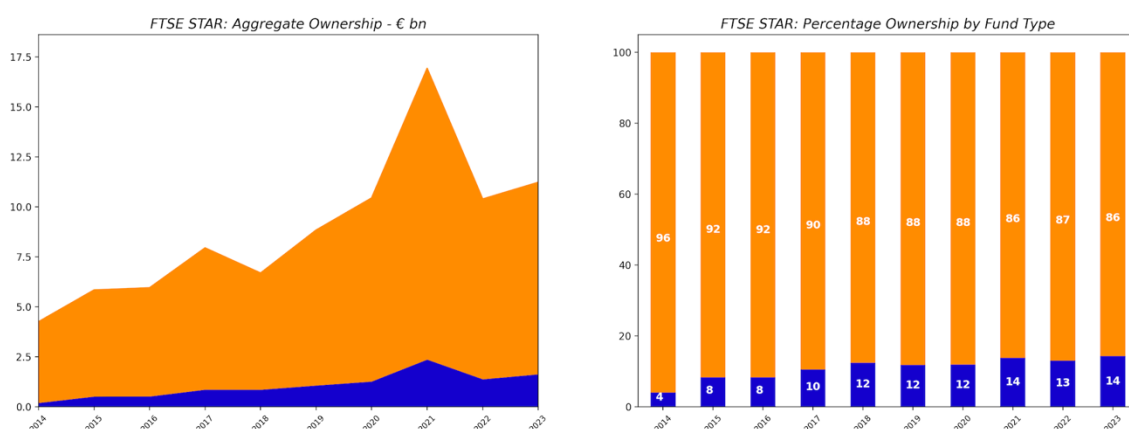


Figura 4.2.2: Partecipazione complessiva dei Mutual Funds-ETF per tipologia di fondo. La figura riporta per il FTSE MIB (sopra) e il FTSE STAR (sotto) la partecipazione complessiva da parte di fondi attivi e passivi (a sinistra) durante il periodo del campione e le suddivisioni relative tra i due gruppi (a destra). Fonte: FactSet.

La Figura 4.2.2 offre un'analisi più approfondita degli investitori istituzionali, esplorando specificamente i fondi comuni e gli ETF, suddivisi per tipo di fondo attivo e passivo. La parte superiore del grafico mette in luce come gli investimenti da parte dei fondi comuni gestiti attivamente nel FTSE MIB sono aumentati notevolmente da circa €14 miliardi nel 2014 a quasi €57 miliardi nel 2023. Gli investimenti relativi ai fondi passivi, principalmente fondi indicizzati e ETF, sono stati caratterizzati da una crescita meno marcata: gli investimenti totali sono passati da circa €65 miliardi nel 2014 a oltre €115 miliardi nel 2023. Questa crescita sostanziale evidenzia la crescente popolarità e gli afflussi verso i veicoli di investimento passivi, che seguono gli indici, focalizzati sul mercato italiano.

Mentre sia i fondi attivi che passivi hanno aumentato il loro coinvolgimento, la crescita dei fondi attivi ha superato quella dei fondi passivi in termini percentuali, nonostante la partecipazione di questi ultimi sia costantemente nettamente maggiore (circa x4 dei fondi attivi). Questa tendenza è chiaramente illustrata nel grafico della suddivisione percentuale. Nel 2014, i fondi passivi rappresentavano circa l'82% del totale degli investimenti dei fondi, con il 18% posseduto da gestori attivi. Tuttavia, entro il 2023 i fondi passivi ora rappresentano il 67% e quelli attivi il 33% della composizione della *ownership* dei fondi.

Per quanto riguarda il FTSE STAR, la Figura 4.2.2 evidenzia che, sebbene limitato in termini assoluti, c'è stato un aumento sostanziale da quasi €170 milioni nel 2014 a circa €1,6 miliardi nel 2023, cioè un aumento di quasi l'850%, indicando una crescente investimento da parte dei gestori di fondi attivi nelle

azioni italiane durante questo periodo. Gli investimenti dei fondi passivi hanno raggiunto il picco nel 2021, arrivando a oltre €14,5 miliardi, ma sono immediatamente scesi a poco più di €9 miliardi nel 2022. Complessivamente, gli investimenti dei fondi passivi nel FTSE STAR sono aumentati da circa €4 miliardi nel 2014 a oltre €9,6 miliardi nel 2023. Come nel FTSE MIB, i fondi passivi rappresentano quasi l'interezza degli investimenti dei fondi. La suddivisione percentuale indica che i fondi passivi sono responsabili di circa il 90% della partecipazione complessiva. Tuttavia, il forte aumento del coinvolgimento dei fondi attivi presentato in termini assoluti è visibile anche in termini relativi, poiché durante il periodo del campione la loro rappresentazione percentuale è cresciuta dal 4% nel 2014 al 14% nel 2023.

Il FTSE STAR, come la maggior parte degli indici di mercato azionario più piccoli, tende ad essere dominato da fondi passivi principalmente a causa del limitato interesse degli investitori istituzionali e delle considerazioni di efficienza dei costi. Inoltre, gli indici minori includono società con capitalizzazioni di mercato e volumi di scambio più bassi, che possono scoraggiare i grandi investitori e i gestori di fondi attivi a causa dei vincoli di liquidità o dei rischi percepiti più elevati. Di conseguenza, i fondi indicizzati passivi e gli ETF diventano investitori più prominenti delle società di limitate dimensioni. Inoltre, la gestione attiva dei fondi comporta generalmente costi più elevati rispetto alle strategie di indicizzazione passiva. Per gli indici più piccoli, il potenziale di *sovra-performance* attraverso la gestione attiva potrebbe non giustificare le spese più elevate, rendendo i fondi passivi e gli ETF un'opzione più attraente.

Inoltre, i fondi gestiti attivamente che lavorano con gli indici più piccoli possono incorrere in una mancanza di diversificazione a causa del numero limitato di componenti. L'indicizzazione passiva consente agli investitori di ottenere esposizione all'intero universo delle società più piccole all'interno dell'indice, mitigando il rischio di concentrazione. Inoltre, le società più piccole sono spesso soggette a una copertura analitica meno estesa, rendendo difficile per i gestori attivi identificare i titoli sottovalutati e riducendo il loro potenziale di *sovra-performance* attraverso la selezione dei titoli. Mentre la gestione attiva può ancora giocare un ruolo, le sfide associate alla liquidità, alla diversificazione e all'efficienza informativa rendono spesso le strategie di indicizzazione passiva più attraenti e dominanti nel segmento degli indici più piccoli.

In sintesi, la sezione evidenzia, sia nel FTSE MIB che nel FTSE STAR, la tendenza generale di forte crescita degli investimenti in fondi nelle azioni italiane dal 2014 al 2023. Soprattutto, mette in luce la crescente domanda in termini percentuali e gli afflussi verso i fondi gestiti attivamente rispetto ai loro omologhi passivi, durante il periodo preso in analisi.

Negli altri indici, mentre sia i fondi attivi che passivi hanno aumentato i loro investimenti, il lato passivo è maggiormente coinvolto. Tuttavia, il tasso di crescita più rapido sperimentato dai fondi attivi ha prodotto un cambiamento nella composizione della *ownership*, con i fondi attivi che hanno aumentato la loro quota relativa. In particolare, i fondi attivi sono aumentati dal circa 4% al 15% nel FTSE MID e dal 2% al 10% nel FTSE SMALL. Questa tendenza è ancora più pronunciata nel FTSE GROWTH, dove la presenza dei fondi attivi era minima prima del 2018 ed è poi cresciuta fino al 25% nel 2020.

Area geografica

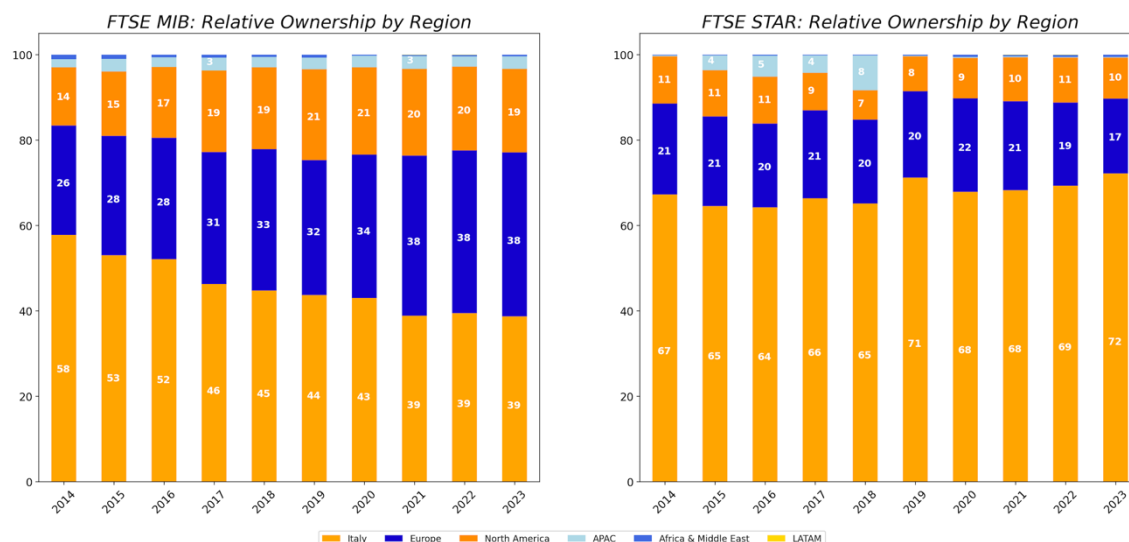


Figura 4.2.3: Suddivisione degli investitori per area geografica. La figura riporta per il FTSE MIB (a sinistra) e il FTSE STAR (a destra) le suddivisioni relative della partecipazione complessiva basate sull'area geografica di appartenenza, indipendentemente dal tipo di investitore. Fonte: FactSet.

La Figura 4.2.3 evidenzia gli investimenti indipendentemente dal tipo di investitore, ossia considerando sia gli investitori istituzionali che gli insider in modo aggregato. In questo caso, la suddivisione per regione rivela che la quota percentuale fornita dagli investitori italiani nel FTSE MIB è diminuita costantemente durante il periodo del campione, passando dal 58% nel 2014 al 39% nel 2023. Al contrario, gli investitori europei hanno aumentato significativamente la loro presenza, passando dal 26% nel 2014 al 38% nel 2023. La quota proveniente dal Nord America è rimasta più stabile, aumentando solo del 5%, dal 14% nel 2014 al 19% nel 2023.

Considerando il FTSE STAR, è visibile che la quota italiana è rimasta abbastanza stabile con una media di circa il 67% ed è aumentata leggermente negli ultimi anni, concludendo al 72% nel 2023. Gli investitori europei hanno diminuito leggermente la loro presenza, passando dal 21% nel 2014 al 17% nel 2023. Al contrario, la quota proveniente dal Nord America è rimasta stabile intorno al 10%. Infine, tra il 2015 e il 2018 gli investitori APAC hanno fornito contributi non trascurabili, raggiungendo l'8% nel 2018.

Gli investitori italiani hanno fornito il contributo maggiore in termini relativi per tutti gli altri indici, mantenendosi stabile nel FTSE SMALL intorno al 75% e aumentando nel FTSE MID e nel FTSE GROWTH. Il FTSE MID ha registrato una crescita nella partecipazione italiana dal 68% nel 2014 al 76% nel 2023 accompagnata da una diminuzione della presenza europea. Allo stesso modo, l'aumento registrato nel FTSE GROWTH ha portato la quota italiana dal circa 62% al circa 80%.

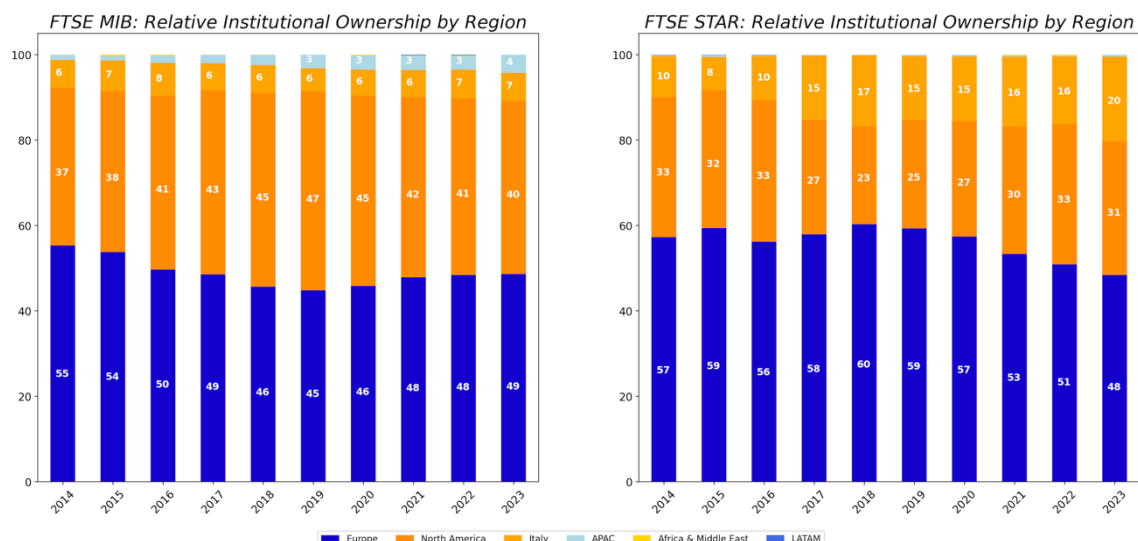


Figura 4.2.4: Suddivisione degli Investitori Istituzionali per area geografica. La figura riporta per il FTSE MIB (a sinistra) e il FTSE STAR (a destra) le suddivisioni relative della partecipazione complessiva degli investitori istituzionali basate sulla regione geografica. Fonte: FactSet.

La Figura 4.2.4 fornisce uno spaccato sull'origine geografica degli investimenti relativi agli investitori istituzionali nelle azioni italiane durante il periodo dal 2014 al 2023.

Considerando il FTSE MIB, gli investitori domestici rappresentano in media solo il 7% durante gli anni del campione. Gli investitori istituzionali europei e nordamericani sono stati i principali detentori: i loro investimenti combinati si collocano intorno al 80-90% durante il periodo considerato. La presenza degli investitori istituzionali europei è leggermente diminuita dal circa 55% nel 2014 al 49% nel 2023, mentre la quota relativa agli investitori istituzionali nordamericani è aumentata moderatamente dal 37% al 40% nello stesso periodo. La presenza APAC è più piccola ma in crescita mentre quelle dell'Africa e del Medio Oriente e del LATAM sono trascurabili.

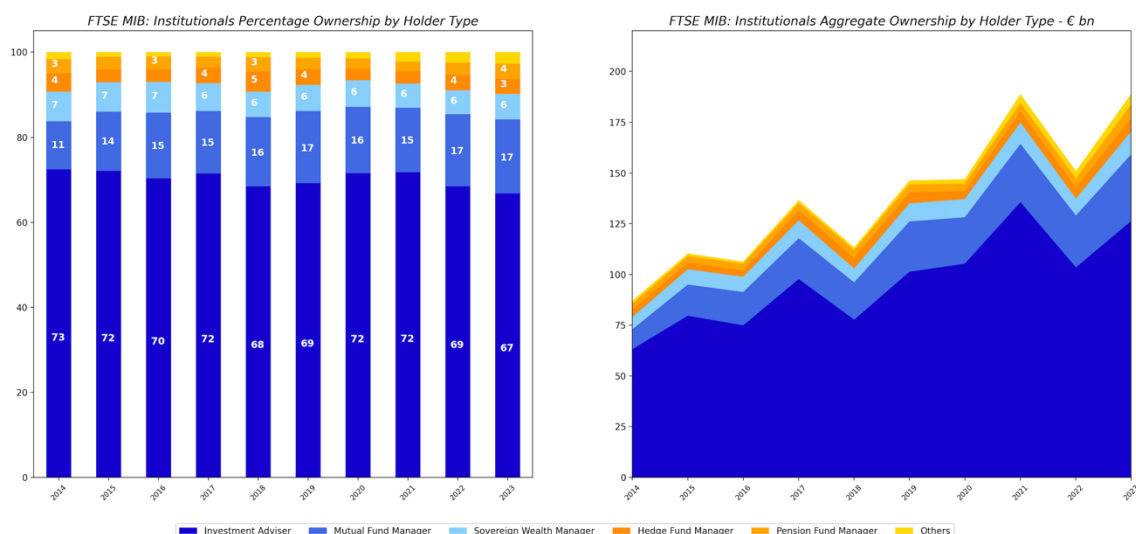
Considerando il FTSE STAR, gli investitori domestici hanno mostrato una partecipazione più attiva, soprattutto nella seconda metà dell'ultimo decennio, passando dal circa 10% nel 2014 al 20% nel 2023. L'aumento associato agli investitori istituzionali italiani è stato accompagnato da una diminuzione della percentuale detenuta dai loro omologhi europei, la cui quota percentuale è diminuita dal 57% nel 2014 al 48% nel 2023. Al contrario, gli investitori istituzionali nordamericani, a parte una riduzione negli anni centrali del periodo del campione (23% nel 2018 e 25% nel 2019), hanno mantenuto la loro partecipazione relativa costante, intorno al 30%. Gli investitori provenienti da altre regioni come Africa/Medio Oriente, APAC e LATAM hanno una presenza più ridotta.

Complessivamente i grafici indicano che, mentre per entrambi gli indici c'è una chiara dominanza degli istituzionali europei e nordamericani, il ruolo degli investitori italiani, sebbene rimanga limitato, sta acquisendo importanza nel FTSE STAR.

Tutti gli altri indici oggetto di analisi sono caratterizzati da un aumento della quota relativa degli investitori istituzionali domestici. Gli indici differiscono per l'entità di tale aumento, con gli investitori domestici che passano da circa il 10% nel 2014 al 30% nel 2023 nel FTSE SMALL e nel FTSE GROWTH (che è anche caratterizzato da una variabilità molto maggiore, con un picco nella partecipazione degli istituzionali domestici di quasi il 60% nel 2017) e dal 13% al 23% nel FTSE MID. Inoltre, l'aumento della partecipazione domestica è associato a una diminuzione della quota europea per il FTSE MID e di quella nordamericana per il FTSE SMALL e il FTSE GROWTH.

Tipologia di investitori

FTSE MIB



FTSE STAR

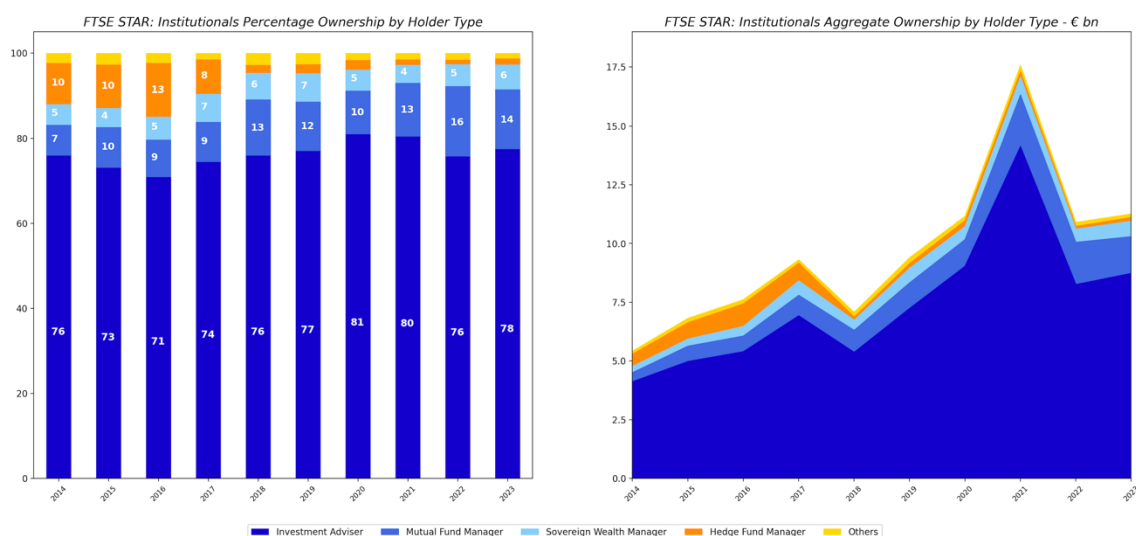


Figura 4.2.5: Partecipazione complessiva per tipologia di investitore. La figura riporta per il FTSE MIB (sopra) e il FTSE STAR (sotto) la composizione della partecipazione complessiva degli investitori istituzionali in termini relativi (a sinistra) e assoluti (a destra), suddivisi per tipologia di investitore. Fonte: FactSet.

La Figura 4.2.5 fornisce una scomposizione dettagliata degli investimenti realizzati da investitori istituzionali nel FTSE MIB e nel FTSE STAR, categorizzata per diversi tipi di detentori e su più anni.

Il grafico percentuale relativo al FTSE MIB evidenzia come gli investitori istituzionali siano principalmente rappresentati dagli *investment advisors*, che coprono in media il 70% della partecipazione complessiva. Altri detentori significativi sono i gestori di fondi comuni e i gestori di fondi sovrani, con medie rispettivamente del 15% e del 6%. Durante tutto il periodo del campione, la quota di investimento fornita dai gestori di fondi pensione è rimasta particolarmente bassa, oscillando tra il 2% e il 4%. In questo caso, la classe "Others" include, tra gli altri, compagnie di assicurazione, divisioni di investimento bancario e gestori immobiliari. Il grafico della partecipazione complessiva raffigura una tendenza chiara verso l'alto, con significative fluttuazioni negli ultimi anni. La partecipazione complessiva degli *investment advisors* è raddoppiata durante il periodo del campione, passando da circa €63 miliardi nel 2014 a circa €126 miliardi nel 2023.

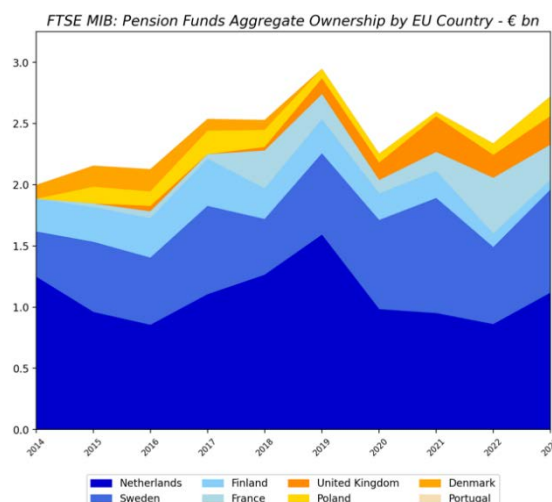
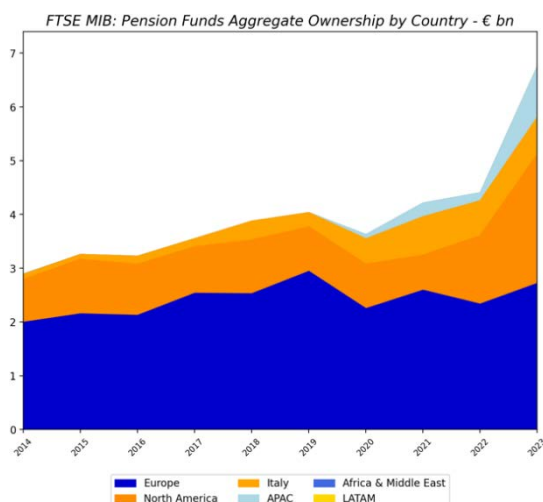
Nel caso del FTSE STAR, la scomposizione raffigura un panorama dominato da un singolo tipo di detentore. Come nel caso del FTSE MIB gli *investment advisors* rappresentano la porzione più grande, costituendo in media circa il 75%. Altri detentori con posizioni significative sono i gestori di fondi comuni, i gestori di hedge fund e i gestori di fondi sovrani. Mentre i gestori di fondi sovrani hanno mantenuto i loro contributi abbastanza stabili intorno al 6%, la quota dei gestori di fondi comuni è aumentata dal circa 7% a quasi il 14%. Al contrario, la quota dei gestori di hedge fund è crollata dal 9,5% a circa l'1,4%. Guardando la Figura 4.2.5 possiamo vedere come la partecipazione complessiva degli *investment advisors* sia più che raddoppiata, in termini assoluti, da circa €4,1 miliardi nel 2014 a circa €8,7 miliardi nel 2023. Nel 2023, l'unico altro gruppo con una partecipazione complessiva superiore a €1 miliardo erano i gestori di fondi comuni, i cui investimenti nel 2023 erano più di 4 volte quelli registrati nel 2014. In questo caso, la classe "Others" include, tra gli altri, compagnie assicurative, divisioni di investimento bancario e gestori di fondi pensione.

Diverse osservazioni chiave emergono da un'analisi dettagliata. Per entrambi il FTSE MIB e il FTSE STAR, 1) dal lato degli investitori istituzionali, gli *investment advisors* sono i *player* dominanti, con i gestori di hedge fund, i gestori di fondi comuni e i gestori di fondi sovrani che seguono molto indietro. Quasi tutte le categorie di investitori istituzionali hanno aumentato significativamente il loro investimento complessivo durante questo periodo. 2) Mentre le percentuali si riallocano, i valori complessivi delle partecipazioni degli investitori istituzionali hanno mostrato una tendenza al rialzo per entrambi gli indici fino agli anni più recenti, suggerendo un crescente interesse per le azioni italiane da parte degli investitori istituzionali.

Gli *investment advisors* sono i maggiori investitori istituzionali in tutti gli altri indici presi in analisi, rappresentando costantemente almeno il 70% della partecipazione complessiva fornita dagli investitori istituzionali. Inoltre, anche gli altri indici sono caratterizzati da tendenze al rialzo con significative fluttuazioni. Considerando il FTSE MID, la partecipazione complessiva degli *investment advisors* ha raggiunto il suo picco nel 2017, passando da €9,3 miliardi a €17 miliardi, ed è infine diminuita a circa €12 miliardi nel 2023. Allo stesso modo, la quota posseduta dagli *investment advisors* nel FTSE GROWTH è variata significativamente in termini assoluti, passando da un minimo di circa €155 milioni nel 2016 a un massimo di poco più di €1 miliardo nel 2021. Nel 2023, gli *investment advisors* erano l'unica classe di detentori con una partecipazione complessiva superiore a €50 milioni.

Suddivisione dei Fondi Pensione per area geografica

FTSE MIB



FTSE STAR

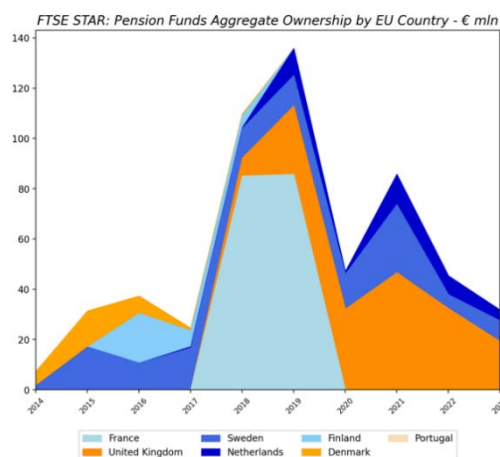
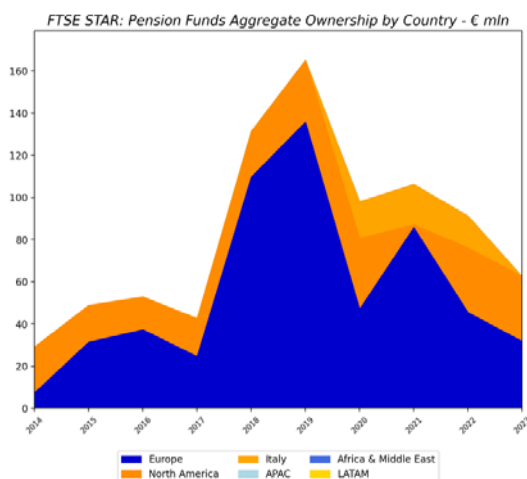


Figura 4.2.6: Partecipazione complessiva dei Fondi Pensione per area geografica. La figura riporta per il FTSE MIB (sopra) e il FTSE STAR (sotto) la partecipazione complessiva dei fondi pensione per regione (a sinistra) e la scomposizione della quota detenuta dai fondi pensione europei (a destra). Fonte: FactSet.

I fondi pensione pubblici nell'UE operano generalmente su un sistema a ripartizione (PAYG), in cui i fondi raccolti come contributi vengono immediatamente canalizzati ai pensionati. L'aumento del divario generazionale sta causando tensioni sul sistema pensionistico e gli Stati membri sono costretti a implementare riforme come l'aumento dell'età pensionabile e l'estensione del periodo di contribuzione. Al contrario, i fondi pensione privati operano come fondi prefinanziati, in cui i contributi vengono investiti a lungo termine e restituiti al pensionamento, seguendo una struttura di accumulazione degli asset. Sebbene significativamente più piccoli in scala rispetto alle controparti pubbliche, questi piani sono incoraggiati dagli Stati membri come particolarmente attraenti. Infatti, forniscono un modo per alleviare la pressione sui sistemi pubblici mentre allo stesso tempo canalizzano fondi nei mercati dei capitali. Lo sviluppo di piani privati favorisce anche gli investimenti delle famiglie, come documentato dalla letteratura esistente. Infatti, la quota di attività finanziarie detenute dagli investitori come percentuale del PIL sembra essere più alta per i paesi con livelli più elevati di attività pensionistiche. Espandere le opzioni pensionistiche private e incentivare i piani pensionistici prefinanziati non solo offrono una maggiore sicurezza finanziaria agli individui, ma hanno anche il

potenziale di iniettare capitale sostanziale nei mercati dell'UE, aprendo la strada a una crescita economica ulteriore.

La Figura 4.2.6 ritrae gli investimenti aggregati dei fondi pensione suddivisi per regione e paese di origine. Dalla Figura 4.2.6 possiamo vedere come la partecipazione complessiva dei fondi pensione nel FTSE MIB sia aumentata sostanzialmente nell'ultimo decennio, quasi raddoppiando (da poco meno di €2,9 miliardi nel 2014 a più di €6,7 miliardi nel 2023), indicando una crescente partecipazione e investimento da parte dei fondi pensione. La Figura 4.2.6 fornisce un ulteriore dettaglio sugli investimenti provenienti dai paesi europei (esclusa l'Italia) nello stesso indice, rappresentando quindi una suddivisione dei dati associati all'Europa. La scomposizione evidenzia suddivisioni alternate tra i paesi: i più rilevanti sono i Paesi Bassi e la Svezia. La partecipazione complessiva dei fondi pensione olandesi è leggermente diminuita durante il periodo del campione, passando da €1,2 miliardi a €1,1 miliardi.

La Figura 4.2.6 evidenzia che, nel caso del FTSE STAR, la partecipazione complessiva dei fondi pensione nel 2023 è aumentata di oltre il 100% rispetto al livello registrato nel 2014. Dopo un forte aumento nel 2018 e nel 2019, che ha portato a un picco di oltre €165 milioni, gli investimenti sono diminuiti progressivamente fino a circa €62 milioni nel 2023. I fondi pensione nordamericani hanno rappresentato complessivamente una porzione significativa degli investimenti durante tutto il periodo preso in analisi, con investimenti aggregati tra €15 e €30 milioni (eccetto il 2021). La partecipazione dei fondi pensione italiani è stata limitata alla seconda metà del periodo analizzato, fornendo un contributo medio di €17 milioni tra il 2020 e il 2022. I fondi pensione europei hanno fornito in media gli investimenti più massicci, raggiungendo i €135 milioni nel 2019. Possiamo vedere che molti paesi europei hanno partecipato con quote variabili durante il periodo del campione. Contributi significativi sono stati forniti da Francia, Regno Unito e Svezia. Notabilmente, i fondi francesi sono stati forniti solo tra il 2018 e il 2019 dalla Caisse Des Depots & Consignations (Investment Management). Nel 2018 hanno investito circa €85 milioni in IP-IT (Interpump Group S.p.A.) e nel 2019 hanno allocato alcuni fondi anche verso AMP-IT (Amplifon S.p.A.), per circa €7 milioni.

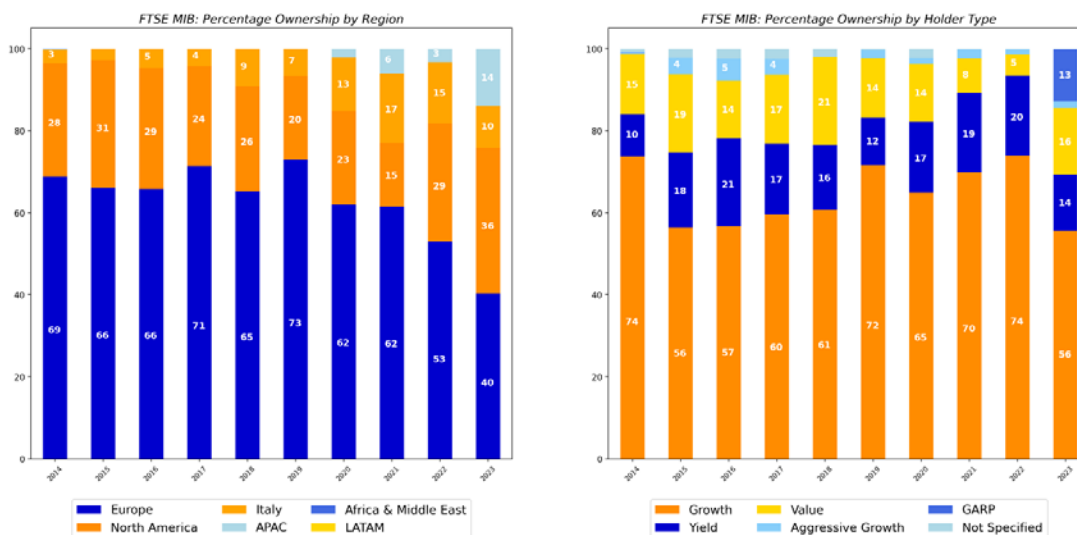
Le dinamiche degli investimenti dei fondi pensione negli altri indici sono particolarmente eterogenee. La partecipazione complessiva dei fondi pensione è aumentata significativamente nel FTSE MID, passando da €74 milioni nel 2014 a oltre €880 milioni nel 2023. Al contrario, dopo un picco nel 2019, gli investimenti complessivi registrati per il FTSE SMALL nel 2023 sono uguali al livello del 2014 (circa €20 milioni). Per quanto riguarda il FTSE GROWTH, i fondi pensione non hanno investito prima del 2016 e il livello del 2023 rappresenta una diminuzione rispetto al picco del 2020. Gli indici differiscono anche in termini di composizione geografica. La presenza dei fondi pensione italiani nel FTSE SMALL è stata minima o inesistente, mentre ha raggiunto i €120 milioni nel 2023 nel FTSE MID. Nel FTSE GROWTH la partecipazione italiana è cessata nel 2021 e ammontava a fino a €15 milioni negli anni precedenti. I principali contributi dei fondi pensione europei nel FTSE SMALL e nel FTSE GROWTH provengono dal Regno Unito e dalla Svezia, mentre il FTSE MID è stato caratterizzato da contributi maggiori da parte dei fondi olandesi.

La Figura 4.2.7 suddivide gli investimenti dei fondi pensione per geografia e per tipo di detentore. Per quanto riguarda la geografia, i fondi pensione europei sono stati costantemente i principali detentori nel FTSE MIB, mantenendo oltre il 65% della *ownership* durante tutto il periodo mostrato. Tuttavia, negli ultimi anni la quota è diminuita drasticamente, raggiungendo un minimo del 40% dato l'aumento dei fondi nordamericani e APAC, registrando nel 2023 porzioni del 36% e del 14%, rispettivamente. I fondi pensione nordamericani sono il secondo gruppo di investitori più grande, costituendo in media circa il 26% degli investimenti dei fondi pensione. I fondi pensione italiani hanno aumentato i loro investimenti relativi durante il periodo del campione, chiudendo nel 2023 con il 10% dell'aggregato. Gli investimenti

dei fondi pensione italiani sono cresciuti significativamente, passando da una media di meno del 4% tra il 2014 e il 2017 a oltre il 10% dal 2020 in poi. Mentre i fondi pensione di altre regioni, come Africa & Medio Oriente, APAC e LATAM hanno un'esposizione molto limitata ai titoli italiani, di recente la presenza APAC è aumentata bruscamente. L'aumento iniziale è derivato dagli investimenti dei fondi australiani, che sono stati poi affiancati dai flussi giapponesi, raggiungendo un importo complessivo di oltre €850 milioni nel 2023.

Per quanto riguarda il FTSE STAR, la maggior parte degli investimenti è venuta dai fondi pensione nordamericani ed europei. I contributi dei fondi nordamericani sono stati particolarmente variabili durante il periodo del campione, oscillando dal 75% nel 2014 a meno dell'1% nel 2021 e di nuovo al 50% nel 2023. Allo stesso modo, i fondi italiani hanno fornito contributi significativi solo tra il 2020 e il 2022, fornendo mediamente il 17%. Al contrario, i fondi pensione europei, a parte alcune fluttuazioni, sono stati costantemente i principali contributori e sono stati presenti durante tutti gli anni del periodo del campione con una quota superiore al 25%. Altre regioni, come Africa & Medio Oriente, APAC e LATAM, non hanno contribuito.

FTSE MIB



FTSE STAR

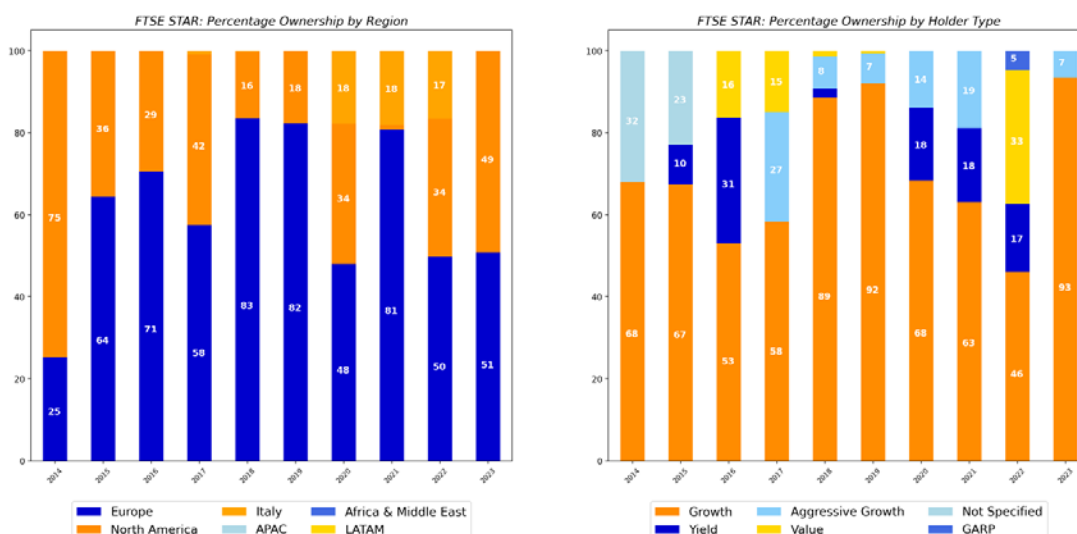


Figura 4.2.7: Partecipazione complessiva dei Fondi Pensione per area geografica e per tipologia di fondo. La figura riporta per il FTSE MIB (sopra) e il FTSE STAR (sotto) le suddivisioni relative della partecipazione complessiva dei fondi pensione, basate sulla regione geografica (a sinistra) e sul tipo di detentore (a destra). Fonte: FactSet.

Considerando il tipo di detentore, la Figura 4.2.7 evidenzia che, nello spaccato dei fondi pensione, i maggiori investitori nel FTSE MIB sono i fondi pensione "Growth", investendo una media del 64% del totale. Le strategie "Yield" e "Value" detengono anche una percentuale significativa di investimento (medie rispettivamente del 16% e del 14%). Altre strategie rappresentano porzioni minori e non sono presenti costantemente nel campione analizzato.

Per quanto riguarda il FTSE STAR, durante tutti gli anni del periodo del campione, quasi tutta la partecipazione complessiva è dovuta ai fondi pensione "Growth", che ammontano a circa il 70%, come visibile dalla Figura 4.2.7. La quota dei fondi "Growth" ha subito variazioni significative, passando dal 46% nel 2022 al 93% nel 2023, data la presenza sporadica di altre strategie di investimento. Infatti, le strategie "Yield", "Aggressive Growth" e "Value" si alternano negli anni per occupare la quota residua lasciata dai fondi "Growth".

Gli elevati investimenti dei fondi pensione europei sono in linea con le aspettative, data la prossimità geografica che rende le azioni italiane una scelta naturale per i fondi pensione europei. Tuttavia, alcune tendenze emergenti sono particolarmente interessanti: 1) i fondi pensione nordamericani hanno aumentato costantemente le loro partecipazioni italiane nel FTSE MIB ma hanno ridotto la loro presenza nel FTSE STAR, 2) i fondi pensione italiani costituiscono solo una piccola quota dell'importo aggregato nel FTSE MIB (10% nel 2023) e hanno investito significativamente nel FTSE STAR solo tra il 2020 e il 2022 (circa 18%), 3) le strategie "Growth" rappresentano la quota maggiore in entrambi gli indici.

Inoltre, i fondi pensione europei sono stati costantemente i principali detentori nel FTSE MID. Tuttavia, la loro quota relativa è diminuita drasticamente negli ultimi anni a favore dei fondi italiani e nordamericani. I fondi italiani hanno iniziato a partecipare nel 2018 e dal 2019 in poi la loro quota percentuale è diventata significativa, ammontando a circa il 13%. In termini di strategie, oltre alla rilevanza dei fondi "Growth", altre strategie si sono alternate frequentemente durante il periodo del campione, mostrando cambiamenti significativi nella loro quota relativa.

Per quanto riguarda il FTSE SMALL, i fondi nordamericani sono stati i principali detentori nella prima metà del periodo del campione, mentre i loro omologhi europei sono diventati i principali *player* nella seconda metà. I contributi estremamente variabili e passano da cifre superiori al 95% per i fondi nordamericani nella prima metà al 100% per i fondi pensione europei nel 2021. Le strategie "Growth" hanno dominato la figura complessiva sia negli anni iniziali che finali del periodo del campione, con le strategie "Aggressive Growth" che le hanno integrate negli anni intermedi.

Infine, per quanto riguarda il FTSE GROWTH, sia la suddivisione per regione che per tipo di detentore rivelano un insieme più compatto di fondi pensione e i fondi pensione non hanno investito in società appartenenti all'indice prima del 2016. Le strategie "Yield" e "Growth" hanno costituito l'interezza degli investimenti negli anni iniziali e finali, mentre le alternative "Aggressive Growth" le hanno integrate negli anni intermedi.

Analisi della Liquidità

L'analisi della liquidità svolge un ruolo cruciale nella valutazione degli indici di mercato azionario. Un indice altamente liquido è desiderabile per diversi motivi. In primo luogo, assicura che l'indice possa essere replicato efficacemente da fondi indicizzati ed ETF, consentendo agli investitori di ottenere esposizione al paniere sottostante di azioni con un errore di tracciamento minimo. Gli indici con componenti illiquidi possono essere difficili da replicare, portando a costi di transazione più elevati e deviazioni dalla composizione del portafoglio prevista. In secondo luogo, gli indici liquidi sono più resistenti agli shock di mercato e possono meglio resistere a periodi di alta volatilità, poiché c'è una maggiore probabilità di trovare acquirenti e venditori per le azioni costituenti. La stabilità è cruciale per gli investitori che si affidano agli indici come benchmark per la valutazione delle performance e la gestione del rischio. Inoltre, gli indici liquidi sono meno suscettibili alla manipolazione dei prezzi e alla formazione inefficiente dei prezzi, poiché i partecipanti al mercato possono rispondere rapidamente alle nuove informazioni e adeguare le loro posizioni di conseguenza.

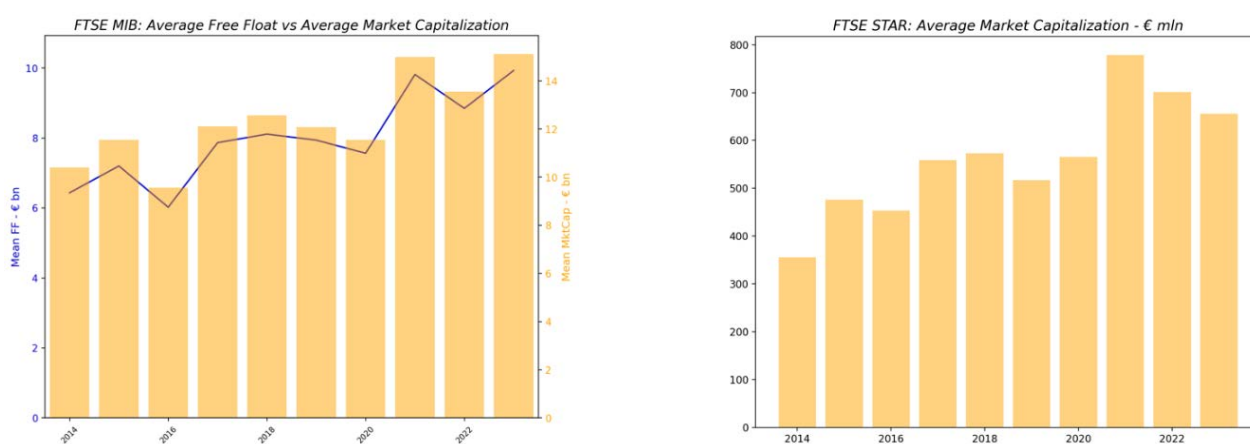


Figura 4.2.8: Capitalizzazione di Mercato Media. La figura riporta per il FTSE MIB (a sinistra) e il FTSE STAR (a destra) la capitalizzazione di mercato media delle società appartenenti all'indice, nel periodo dal 2014 al 2023. Fonte: FactSet.

Sfortunatamente, i dati sul free float non sono disponibili per una parte significativa delle società che formano gli indici diversi dal FTSE MIB. Di conseguenza, a parte i confronti statici forniti nella Figura 4.2.11, le figure e i commenti si concentreranno sull'analisi del volume di trading cumulativo e di tutte le metriche correlate.

La Figura 4.2.8 presenta la capitalizzazione di mercato media, cioè il valore totale delle azioni in circolazione di una società, nel FTSE MIB e nel FTSE STAR nel periodo dal 2014 al 2023. Nel caso del FTSE MIB, la capitalizzazione di mercato è integrata dal free float medio, che rappresenta il valore medio delle azioni di una società disponibili per il trading sul mercato pubblico.

Considerando il FTSE MIB, nel 2014, il free float medio era relativamente basso, intorno a €6,4 miliardi, mentre la capitalizzazione di mercato media era intorno a €10 miliardi. Ciò suggerisce che una porzione significativa delle azioni nelle società italiane era detenuta da insider, investitori istituzionali o investitori strategici, limitando la liquidità nel mercato. Negli anni successivi, il free float complessivo è aumentato gradualmente, indicando che il trading pubblico ha migliorato la sua presenza e la performance positiva complessiva del mercato. Questa tendenza è stata accompagnata da un corrispondente aumento della capitalizzazione di mercato media, riflettendo il crescente valore delle società italiane. Sia la partecipazione degli investitori istituzionali che quella retail è aumentata.

Tuttavia, ci sono state severe fluttuazioni durante il periodo preso in analisi. Nel 2016, sia il free float medio che la capitalizzazione di mercato media sono leggermente diminuiti, scendendo

rispettivamente a €6 e €9,5 miliardi. Nel corso del periodo analizzato, la percentuale di free float è rimasta particolarmente stabile, essendo circa il 60% della capitalizzazione di mercato. Il grafico raggiunge il suo picco nel 2021 e nel 2023, con il free float medio di circa €9,8 miliardi e la capitalizzazione di mercato media che raggiunge quasi i €15 miliardi. Questo suggerisce un mercato azionario italiano più grande e vibrante, con un numero maggiore di azioni disponibili per il trading e un aumento del valore complessivo delle società quotate.

Un free float più elevato generalmente si traduce in una migliore liquidità, poiché c'è un pool più ampio di azioni disponibili per il trading. Questo attira più investitori, facilita la scoperta dei prezzi e promuove un'efficiente allocazione del capitale. Nel contesto del FTSE MIB, la tendenza verso un free float e una capitalizzazione di mercato più elevati potrebbe essere vista come un'evoluzione, indicando un mercato più maturo e accessibile per gli investitori.

I principali aspetti che possono essere notati considerando il FTSE STAR sono i seguenti: a) la capitalizzazione di mercato media è aumentata di oltre l'80% nell'ultimo decennio, passando da una media di circa €355 milioni nel 2014 a circa €655 milioni nel 2023; b) l'aumento è stato caratterizzato da un picco significativo nel 2021, raggiungendo una media di €778 milioni, che è rapidamente tornata alla cifra registrata nel 2023.

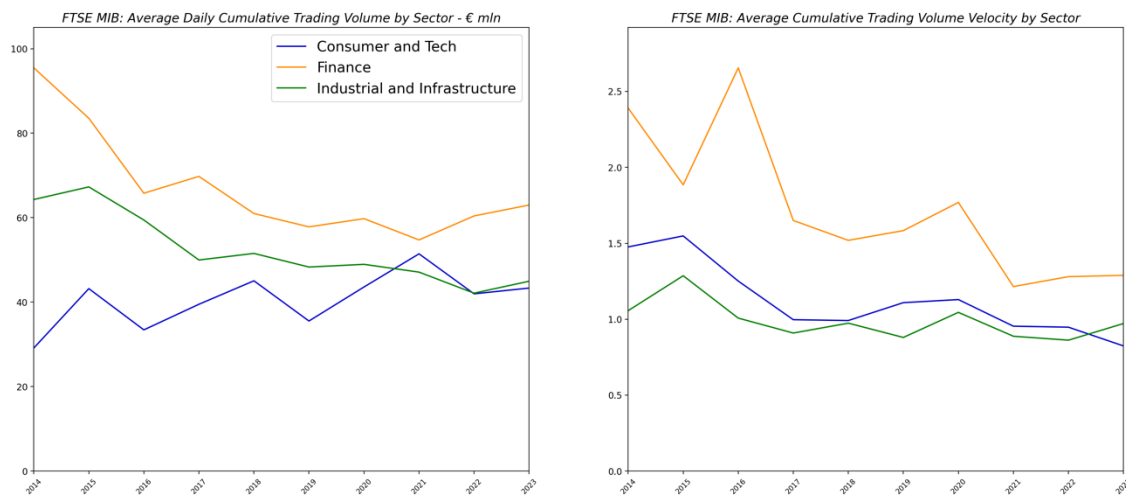
Gli altri indici sono tutti caratterizzati da significative fluttuazioni nel periodo analizzato. Il FTSE MID e il FTSE SMALL hanno registrato un aumento della capitalizzazione di mercato media di circa il 30% e il 50%, portando il valore a circa €1,5 miliardi e €171 milioni nel 2023, rispettivamente. Al contrario, la capitalizzazione di mercato media del FTSE GROWTH è leggermente diminuita nell'ultimo decennio, passando da una media di circa €66 milioni nel 2014 a €55 milioni nel 2023.

Infine, negli ultimi dieci anni la turnover velocity sia nel FTSE MIB che nel FTSE STAR è diminuita. Tuttavia, questa diminuzione è stata più pronunciata nel FTSE STAR. Nel 2014, il FTSE STAR aveva una turnover velocity media di circa 0,8, che è scesa a circa 0,4 entro il 2023. Al contrario, la turnover velocity del FTSE MIB è diminuita da circa 1,6 nel 2014 a poco più di 1 nel 2023. Durante tutto il periodo, la turnover velocity del FTSE MIB è rimasta costantemente circa il doppio di quella del FTSE STAR. Entrambi gli indici hanno registrato fluttuazioni nelle loro turnover velocity, con queste variazioni più pronunciate nel caso del FTSE STAR.

Per valutare ulteriormente l'attrattività degli indici italiani, la Figura 4.2.9 presenta un'analisi dettagliata del volume di scambi cumulativi attraverso i diversi settori dell'indice. Le società appartenenti al FTSE MIB sono divise in tre gruppi in base al loro settore di attività: a) Finanza; b) Consumer e Tecnologia (include "Beni di consumo durevoli", "Servizi di distribuzione" e "Commercio al dettaglio"); c) Industria e Infrastrutture (include "Utility" e "Servizi industriali"). I tre gruppi quasi perfettamente dividono le società appartenenti all'indice.

Nel caso del FTSE STAR, il gruppo Consumer e Tecnologia è ulteriormente diviso in a) Consumer (include "Beni di consumo durevoli", "Servizi di distribuzione" e "Commercio al dettaglio") e b) "Tecnologia e Comunicazione" (comprende "Servizi tecnologici" e "Comunicazioni"). In media, il gruppo "Finanza" è il meno popolato, includendo circa il 12% delle società nell'indice; la parte rimanente è equamente divisa tra gli altri tre gruppi, che rappresentano quote tra il 25% e il 32%.

FTSE MIB



FTSE STAR

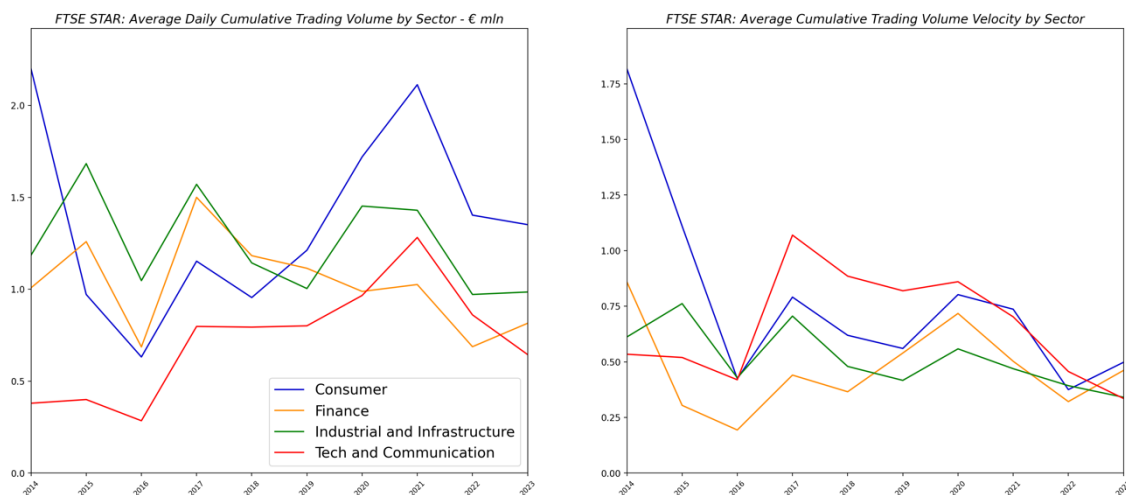


Figura 4.2.9: Volumi Giornalieri Medi e Turnover Velocity Media per Settore. La figura riporta per il FTSE MIB (sopra) e il FTSE STAR (sotto) il volume di scambi cumulativo giornaliero medio (a sinistra) e la turnover velocity cumulativa media (a destra) delle società che compongono l'indice dopo averle raggruppate per settore di attività. Fonte: FactSet.

La Figura 4.2.9 mostra il volume di scambi cumulativo giornaliero medio (turnover), in milioni di dollari, e la turnover velocity per settore. La turnover velocity è calcolata come la frazione tra il volume di scambi cumulativo e la capitalizzazione di mercato di una determinata società. La misura è un indicatore della liquidità di una determinata azione, poiché quantifica quanto attivamente viene scambiata. Va tenuto presente che le misure di turnover sono influenzate dalla performance complessiva del mercato. Infatti, la metrica è determinata da fattori come cambiamenti nel sentimento degli investitori, fiducia e condizioni economiche, che guidano l'attività di acquisto e vendita. Inoltre, elementi come la volatilità del mercato, i tassi di interesse ed eventi significativi giocano un ruolo nel modellare i volumi di scambio.

Considerando il FTSE MIB, sia in termini di volume di scambi cumulativo giornaliero medio che di turnover velocity, il settore finanziario, sebbene presenti una tendenza negativa, è il più performante. Il turnover giornaliero medio del settore finanziario è diminuito costantemente da circa €95 milioni nel 2014 a circa €63 milioni nel 2023. La cifra per il 2023 è ancora significativamente più alta rispetto a quelle degli altri due gruppi, che si attestano intorno ai €44 milioni. Il gruppo "Industria e Infrastrutture" ha

registrato una tendenza negativa simile, mentre il gruppo "Consumer e Tecnologia" è stato l'unico a registrare una crescita significativa. L'aumento registrato dal gruppo "Consumer e Tecnologia" ha portato il turnover da circa €29 milioni nel 2014 a oltre €43 milioni nel 2023. In termini di turnover velocity, tutti i gruppi hanno registrato tendenze negative. Il calo più pronunciato è stato registrato dal gruppo "Finanza", con una riduzione della turnover velocity di quasi il 50%, da circa 2,4 a 1,3. Al contrario, il gruppo "Industria e Infrastrutture" è rimasto approssimativamente stabile, passando da poco sopra a poco sotto 1.

Nel caso del FTSE STAR, il volume di scambi cumulativo giornaliero medio è diminuito per tutti i gruppi tranne che per "Tecnologia e Comunicazione". Sebbene sia diminuito dal picco complessivo nel 2021 di circa €1,3 milioni negli ultimi due anni, il turnover giornaliero medio per il gruppo "Tecnologia e Comunicazione" è aumentato da circa €380 mila nel 2014 a oltre €640 mila nel 2023. I gruppi "Finanza" e "Industria e Infrastrutture" sono entrambi diminuiti leggermente nel periodo del campione, perdendo entrambi circa €200 mila e scendendo a €800 mila e €985 mila, rispettivamente. Al contrario, il gruppo "Consumer", dopo aver registrato un forte calo iniziale e un successivo rimbalzo, è stato caratterizzato dal calo complessivo più grande, passando da circa €2,2 milioni nel 2014 a €1,35 milioni nel 2023. In termini di turnover velocity, non c'è un singolo gruppo con una tendenza positiva nel periodo del campione. Il calo più netto è associato al gruppo "Consumer", la cui turnover velocity è crollata da 1,8 nel 2014 a poco meno di 0,5 nel 2023. Il gruppo "Tecnologia e Comunicazione" ha registrato un forte aumento nel 2017, portando la turnover velocity a oltre 1 (il doppio del valore iniziale), ma è poi sceso a 0,3 nel 2023. Entro il 2023, i gruppi "Consumer e Finanza" hanno presentato una turnover velocity di 0,5 e 0,46, rispettivamente, mentre i gruppi "Industria e Infrastrutture" e "Tecnologia e Comunicazione" un valore inferiore vicino a 0,34.

Sia in termini di volume di scambi cumulativo medio che di turnover velocity, tutti gli altri indici sono stati caratterizzati da tendenze stabili o in diminuzione. Nel caso del FTSE MID, la cifra è diminuita per tutti i gruppi; il settore finanziario, che presenta il valore più alto nel periodo del campione, ha registrato una piccola riduzione da €3,2 milioni nel 2014 a circa €2,9 milioni nel 2023. In termini di turnover velocity la situazione è simile con una riduzione leggermente più pronunciata. La riduzione maggiore è stata registrata dal gruppo "Consumer e Tecnologia", con una riduzione della turnover velocity di quasi il 30%, passando da circa 0,42 a 0,3.

Considerando il FTSE SMALL, il volume di scambi cumulativo giornaliero medio è diminuito per tutti i gruppi tranne che per quello "Industria e Infrastrutture", aumentando da circa €240 mila nel 2014 a oltre €370 mila nel 2023. In termini di turnover velocity, non c'è un singolo gruppo con una tendenza positiva nel periodo del campione. Il miglior performer è ancora il gruppo "Industria e Infrastrutture", dove la velocità media è passata da circa 0,6 nel 2014 a 0,53 nel 2023.

Per quanto riguarda il FTSE GROWTH, il livello del volume di scambi cumulativo giornaliero medio nel 2023 non era dissimile da quello del 2014 per tutti i gruppi tranne quello finanziario, che alla fine ha registrato una diminuzione del 75%, portando il valore da €160 mila nel 2014 a poco meno di €40 mila nel 2023. In termini di turnover velocity, il gruppo "Tecnologia e Comunicazione" ha registrato un aumento significativo, passando da 0,19 nel 2014 a quasi 0,48 mentre il gruppo "Finanza" ha concluso con una leggera riduzione.

La Figura 4.2.10 illustra il numero medio di investitori istituzionali per settore. Monitorare l'attività degli istituzionali è importante poiché le loro decisioni di investimento si basano su analisi più tecniche e con prospettive a lungo termine rispetto a quelle dei piccoli investitori. Pertanto, la presenza di investitori istituzionali contribuisce all'aumento del volume di scambi complessivo e del free float. Sia per quanto riguarda la Figura 4.2.10 che la Figura 4.2.11, va tenuto presente che la partecipazione degli

investitori istituzionali potrebbe essere sottostimata a causa delle limitazioni di FactSet nel determinare tali cifre.

Considerando l'intero indice FTSE MIB, il numero medio di investitori istituzionali aumenta da 264 nel 2014 a 318 nel 2023. Guardando la Figura 4.2.10, possiamo vedere come l'aumento sia guidato dal gruppo "Consumer e Tecnologia". Il gruppo "Finanza" rimane stabile tra 260 e 270 mentre il gruppo "Industria e Infrastrutture" diminuisce leggermente passando da poco più di 360 a circa 310. Al contrario, il gruppo "Consumer e Tecnologia" presenta un aumento di circa l'80%, passando da una media di circa 206 nel 2014 a oltre 370 nel 2023.

In modo simile, il numero medio complessivo di investitori istituzionali nel FTSE STAR è aumentato da circa 33 nel 2014 a circa 50 nel 2023. Guardando la Figura 4.2.10, possiamo vedere che il principale contributore è stato il gruppo "Tecnologia e Comunicazione", con un aumento da circa 19 nel 2014 a oltre 48 nel 2023. I gruppi "Consumer" e "Industria e Infrastrutture" sono cresciuti in modo simile, raggiungendo entrambi un numero medio di istituzionali vicino a 53. Al contrario, il gruppo "Finanza" è stato l'unico a presentare una tendenza negativa, con il numero medio di istituzionali in diminuzione da oltre 43 nel 2014 a circa 37 nel 2023.

Considerando gli altri indici, sia il FTSE MID che il FTSE SMALL sono caratterizzati da un aumento complessivo del numero medio di investitori istituzionali, passando da circa 69 nel 2014 a circa 82 nel 2023 e da 9 a 17 nel 2023, rispettivamente. Tuttavia, i due aumenti sono stati guidati principalmente da settori diversi, cioè "Finanza" (65 a quasi 90) per il FTSE MID e "Tecnologia e Comunicazione" (7,7 a oltre 19) per il FTSE SMALL. Nel caso del FTSE GROWTH, la cifra rimane approssimativamente costante intorno a 5,5 poiché gli aumenti nei settori "Industria e Infrastrutture" e "Tecnologia e Comunicazione" sono compensati dalle riduzioni nei gruppi "Finanza" e "Consumer".

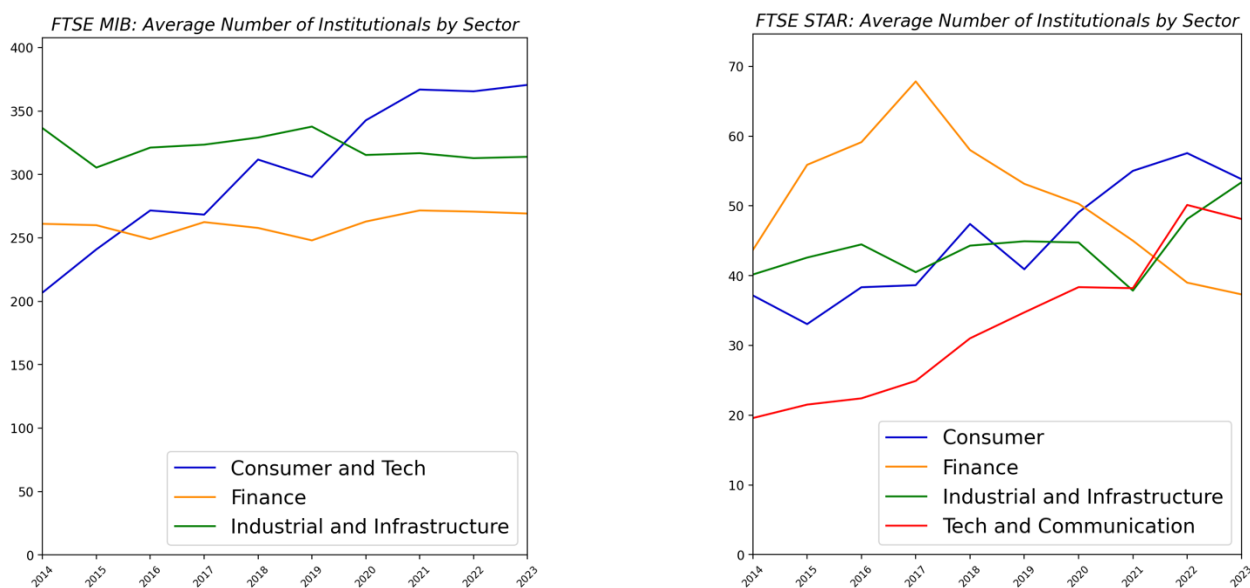


Figura 4.2.10: Numero Medio di Investitori Istituzionali per Settore. La figura riporta per il FTSE MIB (a sinistra) e il FTSE STAR (a destra) il numero medio di investitori istituzionali nelle società che compongono l'indice, dopo averle raggruppate per settore di attività. Fonte: FactSet.

Le società e i settori possono essere alternativamente confrontati analizzando le sezioni trasversali all'inizio e alla fine del periodo analizzato. La Figura 4.2.11 consiste in una rappresentazione statica della quota di free float detenuta dagli investitori istituzionali per settore nel 2014 (in basso) e nel 2023 (in alto). In entrambi gli anni, le società sono divise per settore e la statistica analizzata è rappresentata attraverso diagrammi Kiviat. I diagrammi forniscono un modo visivamente attraente e intuitivo per

confrontare la liquidità relativa delle diverse società all'interno di ciascun settore. Dato che la variabile scelta è una percentuale, tutti i diagrammi presentano lo stesso raggio, consentendo confronti sia trasversali che intertemporali.

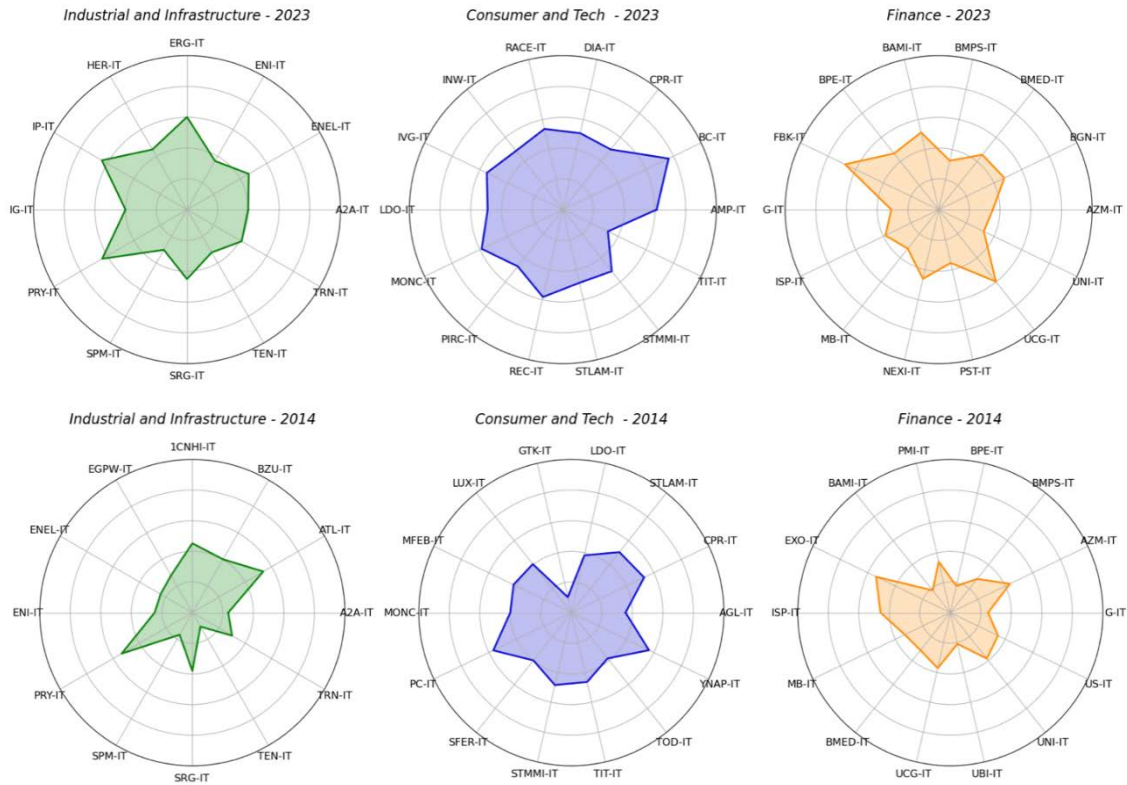
Considerando il FTSE MIB, si osserva molta variazione attraverso le serie temporali relative ai diversi gruppi. Considerando il gruppo "Industria e Infrastrutture", sembra esserci un'espansione progressiva nella quota media del free float detenuta dagli insider. Mentre nel 2014 solo PRY-IT (53%), ATL-IT (54%) e CNHI-IT (45%) presentavano valori superiori al 40%, nel 2023 solo tre società - ENI-IT, TEN-IT, SPM-IT - sono rimaste sotto tale soglia. Il gruppo "Finanza" appare simile a quello "Industria e Infrastrutture", con la quota più alta di FBK-IT sia nel 2019 (75%) che nel 2023 (68%). Interessante notare che la quota associata a NEXI-IT è diminuita significativamente tra il 2019 e il 2023, passando dal 66% al 46%. Il gruppo "Consumer e Tecnologia" è caratterizzato da percentuali significativamente più alte, come l'82% di AMP-IT nel 2019 e il 76% di BC-IT nel 2023. Tuttavia, le società che presentavano una percentuale alta nel 2019, come AMP-IT e DIA-IT, hanno registrato una riduzione negli anni successivi di circa 21 e 19 punti percentuali, rispettivamente.

Focalizzandosi sul FTSE STAR, i valori associati alle società appartenenti al gruppo "Finanza" sono significativamente più bassi rispetto agli altri. Nel 2019 e nel 2023, tutte le società presentavano valori inferiori o pari al 50%, con il valore più alto registrato da DOV-IT nel 2023 al 41%. Le due società con valori più alti nel 2014 - IF-IT (53%) e IGD-IT (50%) - hanno registrato una riduzione significativa come si può vedere dal diagramma del 2019. All'interno degli altri tre gruppi, c'è una variabilità più pronunciata, con molte società che raggiungono valori superiori all'80% mentre altre sono vicine allo 0. Ad esempio, considerando il gruppo "Industria e Infrastrutture" nel 2023 vediamo la presenza di PVN-IT (97%) e CRL-IT (89%) insieme a ADB-IT (3%), LINDR-IT (4%) e IRC-IT (6%). Ci sono molti casi con quote di free float detenute dagli istituzionali estremamente basse; gli unici due casi in cui tutte le società presentano percentuali superiori o uguali al 20% sono il gruppo "Tecnologia e Comunicazione" nel 2023 e il gruppo "Consumer" nel 2019.

In tutti gli altri indici, il gruppo "Finanza" è caratterizzato da una media settoriale significativamente più bassa. Quote minori da parte degli istituzionali implicano una maggiore partecipazione dei piccoli investitori, suggerendo un'attività più significativa di questi soggetti nelle società in esame.

Nel caso del FTSE MID, il gruppo "Consumer e Tecnologia" sembra essere quello con la media settoriale più alta, con molte società con quote superiori all'80% e nessuna società con un valore inferiore al 40% nel 2023. Il gruppo "Industria e Infrastrutture" presenta una composizione simile, sebbene caratterizzata da una maggiore variazione trasversale. Il FTSE SMALL presenta un'elevata variabilità trasversale in tutti i settori. Infatti, considerando il gruppo "Industria e Infrastrutture" nel 2023 abbiamo EGLA-IT con il 100% di free float detenuto dagli investitori istituzionali e BE-IT con meno dell'1%. Ci sono molte fluttuazioni anche considerando le serie temporali, come nel caso del gruppo "Consumer". Infine, considerando il FTSE GROWTH, tutti i gruppi tranne quello finanziario, nonostante abbiano migliorato la loro media settoriale, hanno mostrato una variabilità significativa tra le società che li compongono negli ultimi anni del periodo del campione.

FTSE MIB



FTSE STAR

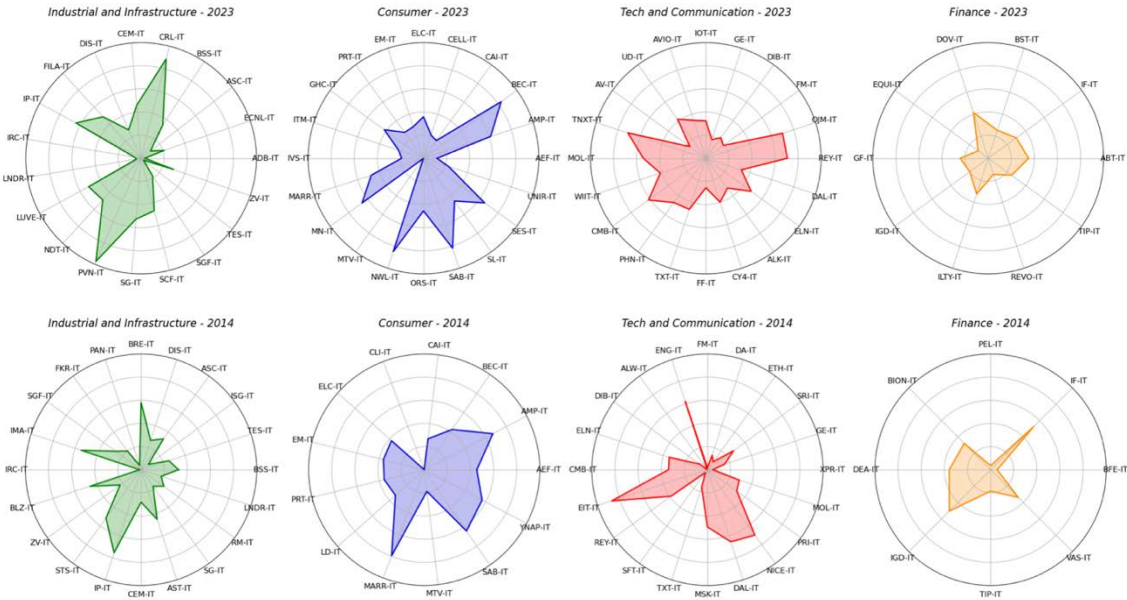


Figura 4.2.11: Mappatura Temporale e Settoriale del Free Float detenuto da Investitori Istituzionali. I diagrammi raffigurano per il FTSE MIB (sopra) e il FTSE STAR (sotto) la quota di free float detenuta dagli investitori istituzionali delle società che compongono ciascun settore di attività nel 2014 e nel 2023. Fonte: FactSet.

Focus sulla base di investitori domestici in Italia

La sezione si concentra su diversi tipi di investitori domestici considerati strategici: fondi pensione, compagnie di assicurazione e PIR. Tutti e tre i gruppi di investitori sono accumulati da investimenti molto limitati nel mercato azionario domestici.

Nel 2023, i fondi pensione hanno allocato prevalentemente i loro investimenti verso titoli di Stato e altri titoli di debito, costituendo circa il 60% dei loro attivi. Inoltre, vi è stata una marcata diminuzione degli investimenti domestici in tutti i titoli, con i titoli di Stato e i titoli azionari domestici in diminuzione rispettivamente dal 68% al 41% e dal 26% al 4%.

L'allocazione in titoli azionari è ancora più ridotta nelle compagnie di assicurazione. Tuttavia, gli investimenti del 2%-3% che caratterizzano le assicurazioni Italiane non sono dovuti esclusivamente alla regolamentazione Solvency II. Infatti, le controparti europee investono molto di più in azioni, con una media del 14% dei loro attivi in investimenti azionari. Inoltre, la forte concentrazione delle compagnie di assicurazione italiane nei titoli di Stato (più del doppio della media europea) dovrebbe sollevare preoccupazioni riguardo alla mancanza di diversificazione nei loro portafogli.

I PIR sono il gruppo meno rappresentato, ammontando per meno del 2% degli investimenti complessivi degli investitori istituzionali nel 2023. Tuttavia, sono di particolare interesse in quanto potrebbero essere uno strumento importante per favorire gli investimenti azionari domestici. Gli investimenti dei PIR ordinari sono equamente divisi tra strumenti azionari e obbligazionari, con i primi che costituiscono il 48% degli assets complessivi. Tuttavia, solo una limitata percentuale di fondi è dedicata ai segmenti small-cap e EGM così come agli investimenti nel free float.

Fondi pensione

Le analisi condotte nelle sezioni precedenti hanno fornito alcuni risultati interessanti riguardo all'attività e alle strategie di investimento dei fondi pensione. Nonostante le variazioni dell'ammontare di capitale investito, i fondi pensione europei emergono costantemente come i principali investitori in termini di geografia in tutti gli indici italiani. Anche i fondi pensionistici nordamericani e italiani apportano contributi significativi, ma mancano della coerenza che caratterizza le allocazioni dei fondi europei. In particolare, i paesi europei più attivi variano a seconda degli indici; ad esempio, i Paesi Bassi e la Svezia figurano in primo piano nel FTSE MIB, mentre il Regno Unito e la Francia svolgono ruoli significativi nel FTSE STAR.

In termini di strategie, i fondi "Growth" sono gli investitori più attivi in tutti gli indici, con altri stili di investimento che ne compongono il restante, come nel caso dei fondi "Yield" e "Value" per il FTSE MIB e "Aggressive Growth" per il FTSE SMALL.

La composizione degli investimenti dei fondi pensione europei, in termini di titoli di debito e azioni, varia significativamente tra i paesi membri. In particolare, nel 2021, i fondi pensione americani e olandesi hanno allocato circa il 40% dei loro attivi in titoli azionari, mentre per la Francia e la Germania si trattava rispettivamente di circa il 15% e meno del 10%. I fondi pensione italiani e britannici si attestavano tra il 25% e il 30%. La percentuale particolarmente bassa associata ai fondi pensione tedeschi può essere spiegata dalla loro strategia di effettuare la maggior parte dei loro investimenti azionari indirettamente attraverso i fondi UCITS.

L'analisi degli investimenti dei fondi pensione italiani attraverso vari indici italiani rivela che sono tutti effettuati da due fondi pensione istituzionali: la "Cassa Nazionale di Previdenza ed Assistenza per gli Ingegneri" e "Euregio Plus SGR SpA" (sotto il controllo di "Centro Pensioni Complementari Regionali Società Per Azioni"). Il primo rappresenta il maggiore azionista per valore di investimento, con il secondo che non investe mai più di €15 milioni all'anno. I due fondi pensione hanno investito in maniera piuttosto coerente durante il periodo in analisi in società appartenenti all'indice FTSE MIB, mentre per altri indici, come FTSE SMALL e FTSE GROWTH, la partecipazione è sporadica, verificandosi principalmente tra il 2019 e il 2020 per il FTSE SMALL e tra il 2017 e il 2021 per il FTSE GROWTH. Inoltre, vi è una notevole variazione nel numero di società oggetto di investimenti tra i vari indici. Il FTSE MIB presenta tipicamente una media di oltre sei, mentre gli indici FTSE STAR e FTSE GROWTH vedono spesso investimenti in una o due società, a seconda dell'anno.

Ulteriori informazioni sulle decisioni di investimento dei fondi pensione italiani possono essere dedotte esaminando l'aggregato del loro bilancio. L'esposizione aggregata ai titoli azionari da parte dei fondi pensione italiani è cresciuta sia in termini nominali che percentuali. In termini nominali, l'esposizione aggregata ai titoli azionari è aumentata da circa €5,8 miliardi nel 2014 a circa €34 miliardi nel 2022. Questo aumento significativo di circa il 485% può essere parzialmente dovuto all'espansione complessiva dei bacini di investimento dei fondi pensione, che hanno registrato un aumento degli attivi totali (escludendo la liquidità, le polizze assicurative e altre attività) da circa €58,5 miliardi nel 2014 a circa €154 miliardi nel 2022. Tuttavia, gli investimenti azionari dei fondi pensione italiani sono aumentati anche in termini relativi, più che raddoppiando e passando dal 10% nel 2014 al 22% nel 2022.

Gli investimenti dei fondi pensione sono dedicati principalmente ai titoli di Stato e altri titoli di debito, costituendo circa il 60% dei loro attivi nel 2023. In particolare, i titoli di Stato da soli rappresentano quasi il 41% del totale investimenti nel 2022, equivalenti a circa €63 miliardi. Al contrario degli altri titoli, gli investimenti nel settore immobiliare, sia diretti che attraverso OICR, hanno subito una significativa riduzione, passando da circa il 32% nel 2014 a un mero 2% nel 2022. L'importo destinato ai titoli immobiliari nel 2022 si attestava a circa €3 miliardi, riflettendo una diminuzione di oltre €15 miliardi rispetto alla cifra iniziale registrata nel 2014. Inoltre, è interessante notare una leggera riduzione della liquidità detenuta dai fondi pensione, che è passata da circa il 9% nel 2014 a poco più del 6% nel 2022.

Le cifre riportate sopra sono relative al lato attivo complessivo dei bilanci dei fondi pensione. La Figura 5.1.1 evidenzia come gli investimenti complessivi dei fondi pensione italiani destinati ai titoli domestici siano rimasti stabili in termini nominali durante il periodo in analisi, passando da circa €33 miliardi nel 2014 a circa €35,5 miliardi di euro nel 2022. Dato l'aumento significativo della dimensione complessiva dei bilanci dei fondi pensione, i dati si traducono in una diminuzione significativa in termini relativi. Infatti, gli investimenti domestici dei fondi pensione italiani sono diminuiti da circa il 56% nel 2014 al 23% nel 2022. È importante tenere presente che i numeri relativi all'esposizione azionaria potrebbero non fornire un'immagine perfettamente accurata poiché non catturano gli investimenti indiretti, restituendo quindi un risultato sottostimato.

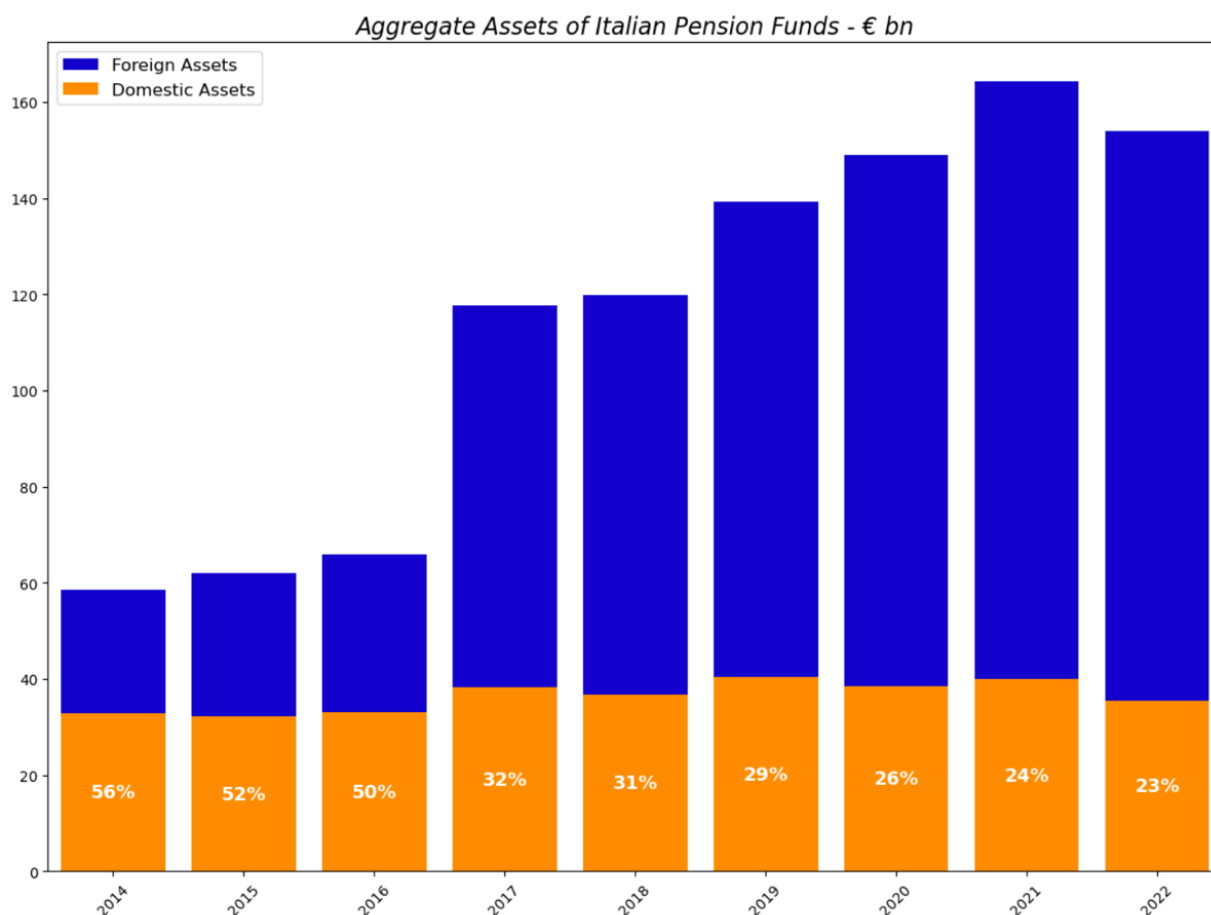


Figura 5.1.1: Asset complessivi dei Fondi Pensione Italiani. Il grafico mostra la dimensione aggregata (in miliardi di euro) del lato attivo dei fondi pensione italiani e specifica la percentuale investita a livello nazionale. Fonte: COVIP.

Esaminando le diverse componenti del bilancio, notiamo che la riduzione complessiva della quota domestica degli investimenti influisce su tutti i titoli. Infatti, le quote domestiche di titoli di Stato e titoli azionari sono diminuite rispettivamente dal 68% al 41% e dal 26% al 4%. È interessante notare che, prima di crollare, la quota domestica di altri strumenti di debito e titoli azionari ha raggiunto il picco nel 2016, raggiungendo rispettivamente l'81% e il 62% del totale.

La Figura 5.1.2 rappresenta l'evoluzione delle allocazioni dei fondi pensione, considerando sia l'ammontare complessivo che quello investito a livello nazionale. Il confronto tra le relative ripartizioni all'interno degli investimenti domestici rivela che l'investimento in azioni è significativamente sottosviluppato rispetto alle altre categorie. Infatti, in media meno del 6% degli investimenti domestici è diretto a strumenti azionari, con una riduzione nella seconda metà del periodo in analisi fino al 4%. La quota maggiore degli investimenti domestici è destinata ai titoli di stato, che raccolgono oltre il 73% del totale dei fondi nel 2022, corrispondenti a un aggregato di circa 26 miliardi di euro.

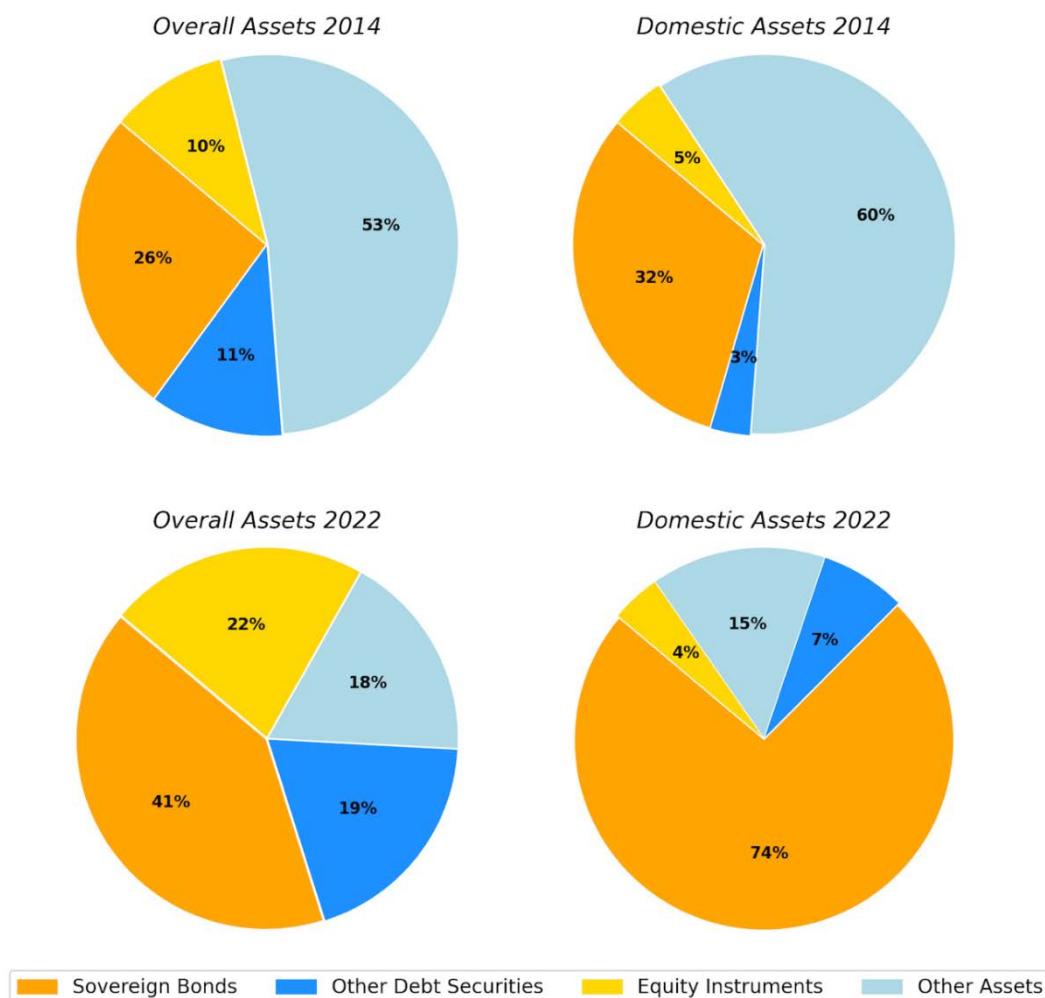


Figura 5.1.2: Decomposizione degli Assets dei Fondi Pensione Italiani. La figura mostra le ripartizioni relative delle diverse classi di titoli in cui hanno investito i fondi pensione italiani, considerando sia gli assets complessivi (a sinistra) che solo gli investimenti a livello nazionale (a destra). Le divisioni sono riportate sia per l'inizio (2014, in alto) che per la fine (2022, in basso) del periodo in analisi. Fonte: Covip.

I dati evidenziano come i fondi pensione italiani investano principalmente in titoli di Stato e altri titoli di debito, mentre gli investimenti azionari ne rappresentino solo una piccola parte. Inoltre, questa suddivisione è accentuata quando si ispeziona la quota domestica degli investimenti dei fondi pensione.

L'analisi della composizione degli attivi dei piani pensionistici complementari nel 2022 mostra che su un totale di €140 miliardi, solo €35,5 miliardi sono stati allocati a investimenti domestici, equivalenti a circa il 21% (in calo rispetto al 23% dell'anno precedente). Similmente ai piani pensionistici obbligatori, l'investimento in azioni domestiche rimane particolarmente limitato, costituendo solo lo 0,9% degli investimenti totali, sia nel 2021 che nel 2022.

Nel periodo dal 2018 al 2022, la proporzione degli investimenti domestici è diminuita di circa 7 punti percentuali, passando dal 27,8% al 20,8%. Questa riduzione è principalmente attribuita a un calo significativo degli investimenti in titoli di Stato, che sono passati dal 21,2% al 15,4%. Gli investimenti in titoli emessi da società italiane sono rimasti relativamente stabili, mostrando una riduzione complessiva di solo 0,5 punti percentuali, interamente dovuta a un calo nelle obbligazioni piuttosto che nelle azioni, che hanno mantenuto una quota costante. Inoltre, vi è stata una diminuzione della componente immobiliare dello 0,7% e gli investimenti in organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) hanno subito cambiamenti minimi.

Escludendo i titoli di Stato domestici, il contributo dei piani pensionistici complementari all'economia italiana è limitato, specialmente in confronto con altri paesi. Questo è dovuto principalmente a due fattori: a) l'uso di benchmark internazionali diversificati, che attribuiscono un peso modesto all'Italia a causa del numero limitato di società quotate, e b) i mercati nazionali ancora poco sviluppati per quanto concerne il private equity e il private debt.

Assicurazioni

Il fenomeno osservato per i fondi pensione si accentua quando si considerano le compagnie di assicurazione italiane. Un'analisi approfondita dei loro bilanci rivela che i titoli azionari costituiscono solo il 2%-3% dei loro attivi totali. L'aumento nominale da circa €12 miliardi nel 2015 a oltre €22 miliardi nel 2022 rispecchia l'espansione complessiva dei loro bilanci piuttosto che un maggiore interesse per i titoli azionari. Ancora una volta, va considerato che l'esposizione azionaria è sottostimata dato che sono considerati solo gli investimenti diretti.

Il principale focus degli investimenti rimane rivolto ai titoli di Stato e corporate, ampiamente influenzato dal sistema di ponderazione della regolamentazione Solvency II per il calcolo del capitale regolamentare. In particolare, mentre la proporzione delle obbligazioni corporate all'interno dei bilanci rimane stabile, vi è stata una parziale sostituzione dei titoli di Stato domestici con controparti estere.

La Figura 5.2.1 illustra la ripartizione delle diverse classi di investimenti all'interno dei bilanci delle compagnie di assicurazione italiane all'inizio (2015) e alla fine (2022) del periodo in analisi. Come discusso in precedenza, la Figura evidenzia la presenza predominante dei titoli di Stato e corporate. Infatti, i titoli di Stato rappresentano la quota maggiore in entrambi gli anni, totalizzando circa il 50% (del totale attivo) nel 2015 e il 38% nel 2022. Interessante notare che la divisione relativa tra titoli di Stato domestici ed esteri è variata significativamente, con i primi in diminuzione da circa il 44% al 27% del totale. Altre obbligazioni rappresentano la terza categoria più importante dei bilanci delle compagnie di assicurazione, mantenendo una percentuale stabile intorno al 15%. Inoltre, vi è stato un evidente aumento sia negli investimenti in fondi comuni che negli OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio), saliti dal 13% a circa il 20% e dal 6% all'11%, rispettivamente. Infine, come notato in precedenza, gli investimenti diretti in azioni sono rimasti particolarmente modesti durante tutto il periodo in analisi, rappresentando meno del 2% del totale nel 2015 e tra il 2% e il 3% nel 2022.

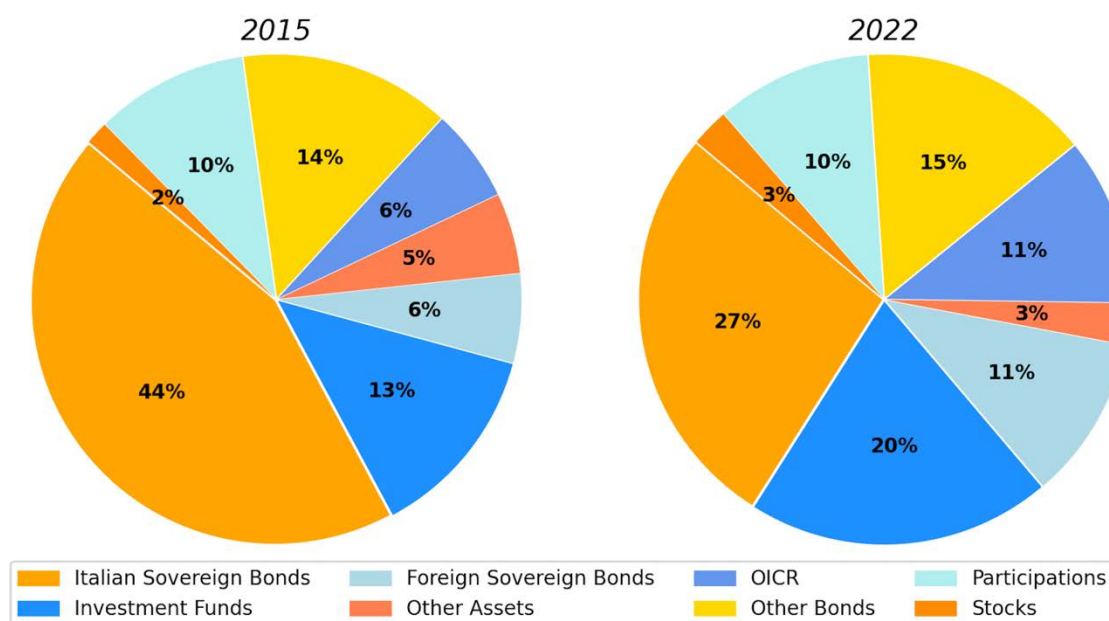


Figura 5.2.1: Decomposizione degli Assets delle Assicurazioni Italiane. La figura riporta le proporzioni relative delle diverse classi di titoli in cui hanno investito le assicurazioni italiane. Le divisioni sono riportate sia per l'inizio (2015, sinistra) che per la fine (2022, destra) del periodo in analisi. Fonte: ANIA.

Adottando una prospettiva europea più ampia, emerge che le compagnie assicurative italiane investono molto meno in azioni rispetto alle loro controparti europee. Infatti, in Europa, gli investimenti azionari medi ammontano a una media del 24%. Secondo i dati EIOPA, l'Italia si attesta a un mero 19%. La cifra considera azioni, partecipazioni e investimenti azionari in OICR. Tuttavia, la differenza più significativa riguarda gli investimenti diretti in azioni: nel 2022, gli investitori assicurativi italiani hanno destinato solo il 2,5% del loro capitale in azioni, in netto contrasto con il 14% medio destinato dalle loro controparti europee.

In particolare, le compagnie di assicurazione straniere mostrano pochi o nessun investimento in società partecipate: un approccio opposto rispetto a quello delle assicurazioni italiane. Un'altra differenza evidente risiede nell'allocazione ai titoli di Stato: l'allocazione delle compagnie di assicurazione italiane ai titoli di Stato è più del doppio della media delle controparti europee. Questa forte dipendenza dai titoli di debito governativi solleva preoccupazioni sui potenziali rischi e sulla mancanza di diversificazione nei portafogli di investimento del settore assicurativo italiano.

La divergenza nelle strategie di investimento tra gli assicuratori italiani e quelli europei può essere attribuita a vari fattori, tra cui i quadri normativi, la propensione al rischio e le norme culturali. Mentre le compagnie assicurative italiane prioritizzano la sicurezza percepita attraverso gli investimenti in titoli di Stato, le loro controparti europee sembrano più inclini all'esposizione azionaria, cercando potenzialmente rendimenti più elevati nel lungo termine. Tuttavia, dalla Figura 5.2.1, rappresentante la differenza nelle allocazioni delle compagnie di assicurazione italiane tra il 2015 e il 2022, emerge che stiamo assistendo a un'evoluzione verso il modello europeo.

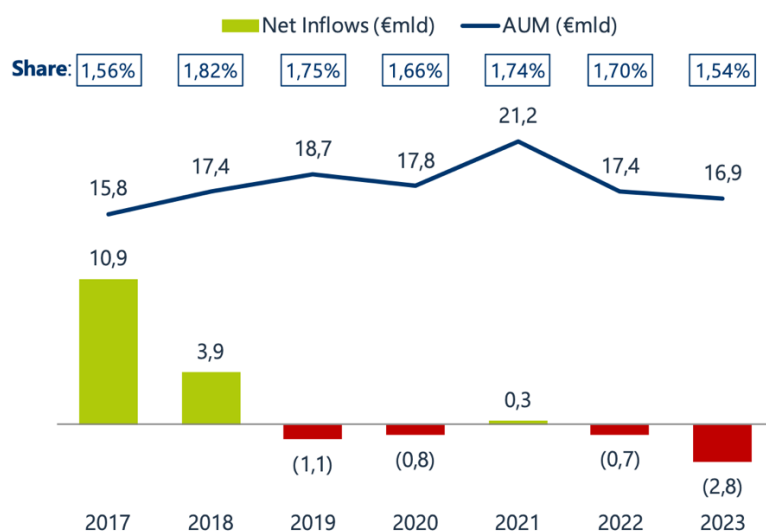
PIR

I PIR (Piani Individuali di Risparmio) sono stati progettati per promuovere gli investimenti nei mercati dei capitali italiani. L'obiettivo principale è consentire e incoraggiare le società, in particolare le più piccole, a ottenere finanziamenti maggiori attraverso l'emissione di titoli direttamente sui mercati dei capitali, riducendo così la forte dipendenza dai prestiti bancari. D'altra parte, gli individui sono incentivati a investire nei PIR per godere di detrazioni fiscali, rendendo i loro rendimenti più favorevoli rispetto ad altre soluzioni di investimento simili.

La Figura 5.3.1 mostra l'evoluzione dal principio del mercato dei PIR in termini di flussi netti annui e Asset Under Management (AUM), considerando sia i PIR ordinari che quelli alternativi. Per i PIR ordinari, il primo anno (2017) ha visto un robusto afflusso di risorse pari a €10,9 miliardi, riflettendo l'appetito degli investitori per il nuovo prodotto di investimento. Infatti, il forte afflusso di risorse rallenta significativamente negli anni successivi, registrando ulteriori €3,9 miliardi nel 2018 ed un deflusso di €1,1 miliardi nel 2019. A partire dal 2022, la Figura mostra deflussi più pronunciati, con *outflow* nel 2023 che raggiungono i €2,8 miliardi. Questi deflussi possono essere attribuiti alla scadenza del periodo di detenzione di 5 anni richiesto per ottenere incentivi fiscali, nonché all'inasprimento della politica monetaria che ha impattato negativamente la liquidità complessiva del mercato, colpendo in particolare le PMI. Complessivamente, i PIR ordinari gestivano quasi €17 miliardi nel 2023, dopo aver raggiunto un picco di oltre €21 miliardi nel 2021. Rispetto agli investimenti complessivi degli investitori istituzionali, la quota dei PIR ordinari è rimasta stabile durante il periodo in analisi, chiudendo intorno all'1,5% nel 2023.

I dati relativi ai PIR alternativi forniscono informazioni simili a quelle dei PIR ordinari. L'afflusso sostanziale osservato nel primo anno (2021), pari a €1,3 miliardi, è diminuito a €200 milioni nei due anni successivi. I capitali gestiti dei PIR alternativi sono diminuiti leggermente nel 2022, scendendo a €1,4 miliardi, prima di tornare al valore iniziale di €1,7 miliardi nel 2023. In termini relativi, i PIR alternativi rappresentano poco più dello 0,1% degli investimenti totali effettuati dagli investitori istituzionali.

PIR Ordinari



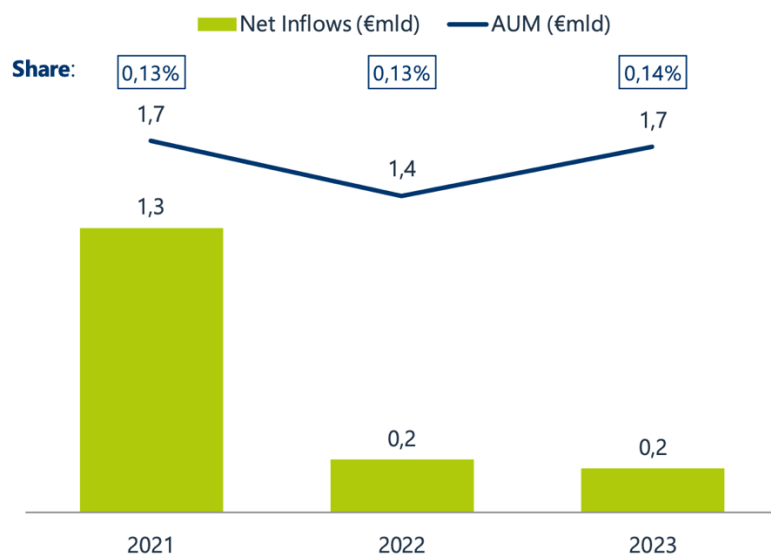


Figura 5.3.1: Flussi e AUM dei PIR. La figura mostra ii flussi netti annui e gli attivi gestiti sia dei PIR ordinari (sopra) che alternativi (sotto). Fonte: Assogestioni.

La Figura 5.3.2 illustra la significativa concentrazione nel mercato dei PIR tra alcuni gestori di portafoglio. Nel 2023, quasi la metà del capitale per i PIR ordinari era gestita da sole due società: Banca Mediolanum e Intesa Sanpaolo, con attivi gestiti pari a circa €4,1 miliardi (24,5%) e €3,8 miliardi (22,4%), rispettivamente. Altri attori rilevanti nel settore includono Arca (13,8%), Amundi (12%) e Anima (9,2%).

Il mercato dei PIR alternativi è ancora più concentrato. Nel 2023, Intesa Sanpaolo gestiva oltre €1,3 miliardi, pari a circa il 77% del totale degli attivi gestiti in questo segmento. Il secondo e il terzo maggiore gestore erano Amundi e Mediolanum, con quote del 6% e 5,1%, rispettivamente. Tutti gli altri attori rappresentavano ciascuno percentuali inferiori al 3%.

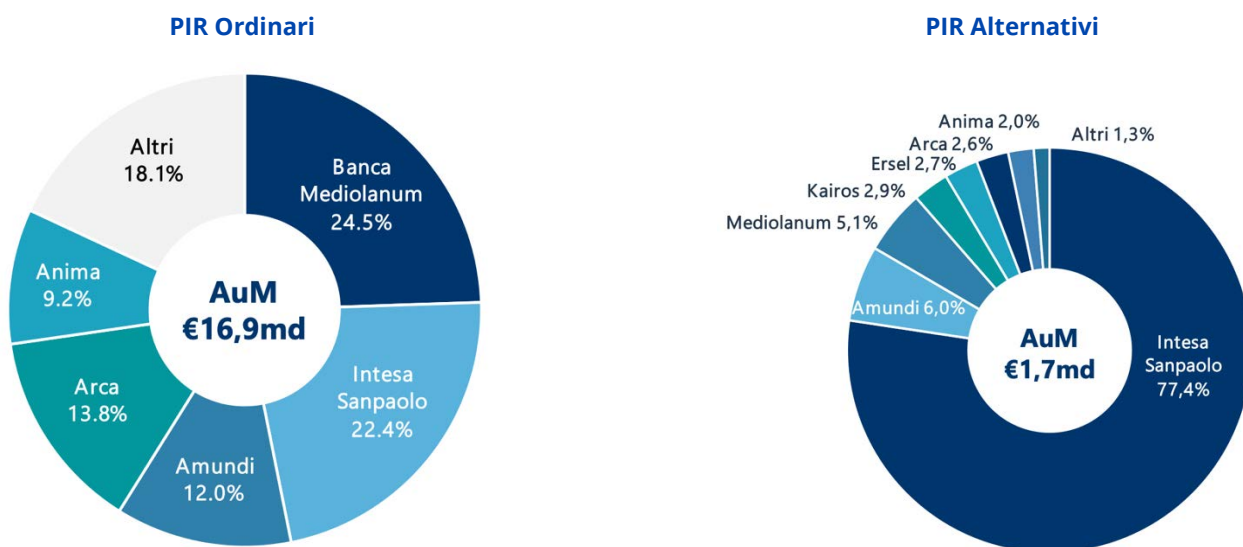


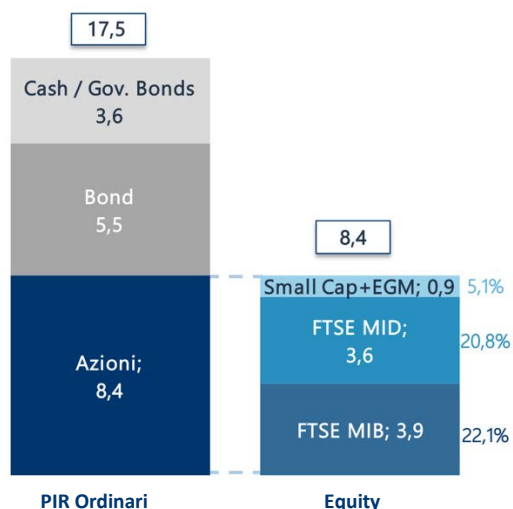
Figura 5.3.2: Concentrazione di Mercato dei PIR. La figura mostra la suddivisione del mercato dei PIR per istituzioni finanziarie che offrono prodotti conformi ai PIR, sia per i PIR ordinari (sinistra) che alternativi (destra) al 2023. Fonte: Assogestioni.

Sia i PIR ordinari che quelli alternativi sono soggetti a molte restrizioni nella gestione delle allocazioni del portafoglio. La Figura 5.3.3 fornisce una ripartizione del capitale detenuto dai PIR ordinari e alternativi nel 2023. Gli attivi dei PIR ordinari sono equamente divisi tra strumenti azionari e obbligazionari, con i primi che costituiscono il 48% degli assets complessivi, equivalenti a €8,4 miliardi. All'interno della categoria azionaria, vi è una divisione equa tra il FTSE MIB e il FTSE MID, che ammonta a €3,9 miliardi e €3,6 miliardi, rispettivamente. Una proporzione significativamente minore di circa €1 miliardo è destinata ai segmenti small-cap e growth.

Invece, la composizione degli attivi dei PIR alternativi appare diversa. Una quota sostanziale del 82% dei loro attivi, ovvero €1,2 miliardi, è investita in strumenti non quotati. Il FTSE MIB e il FTSE MID rappresentano le due quote più piccole, inferiori all'1% e al 3%, rispettivamente. Al contrario, i segmenti small-cap e growth sono più significativi per i PIR alternativi, rappresentando rispettivamente il 6% e il 9% del totale degli attivi.

Complessivamente, gli investimenti azionari dei PIR ordinari e alternativi ammontano a circa €10 miliardi, con una concentrazione notevole in società con maggiore capitalizzazione di mercato, ammontando a €7,5 miliardi. Gli investimenti nel free float delle società sono relativamente limitati, con solo circa il 9% nel segmento mid-cap e vicino all'8% nei segmenti small-cap e growth. La bassa proporzione di PIR ordinari investiti nel free float suggerisce un potenziale significativo per l'espansione di questi strumenti nei prossimi anni.

PIR Ordinari | Ripartizione al 30 giugno 2023 (€mld)



PIR Alternativi | Ripartizione al 30 giugno 2023 (€mld)

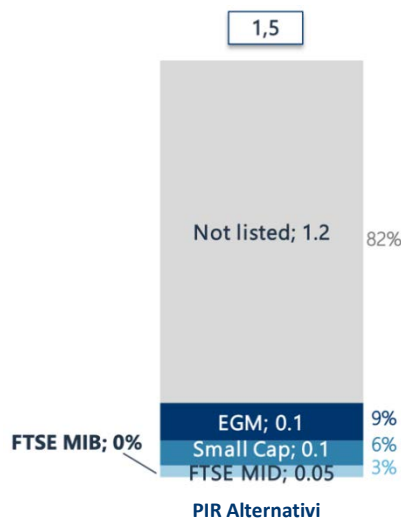


Figura 5.3.3: Decomposizione degli Assets dei PIR. La figura mostra la suddivisione del capitale dei PIR nelle diverse assets class nel 2023. Le divisioni sono riportate sia per i PIR ordinari (sinistra) che alternativi (destra). Fonte: Assogestioni.

I PIR ordinari sono tenuti a investire almeno il 70% dei loro fondi in titoli di società italiane. Inoltre, almeno il 17,5% deve essere investito in società che non fanno parte del FTSE MIB, e il 3,5% deve essere investito in società che non sono incluse né nel FTSE MIB né nel FTSE MID. Similmente, i PIR alternativi devono investire almeno il 70% del loro capitale in società che non sono incluse né nel FTSE MIB né nel FTSE MID. Questi vincoli si riflettono nelle allocazioni di capitale dei PIR, con i PIR ordinari che canalizzano il 5,1% dei loro attivi nei segmenti small-cap e growth e i PIR alternativi che investono il 15% (o 85%) in società quotate (o non quotate).

I vincoli di investimento attuali sono considerati eccessivamente restrittivi, limitando un'adeguata allocazione al segmento small-cap. Le modifiche recentemente proposte nel Manifesto dei Mercati dei Capitali mirano ad alleviare queste restrizioni. Allineare i PIR alternativi con il regolamento ELTIF recentemente modificato, migliorerebbe la situazione della liquidità per i PIR alternativi.

Le modifiche recentemente approvate per gli ELTIF includono le seguenti politiche: a) la riduzione del vincolo di allocazione degli attivi eleggibili dal 70% al 55%; b) l'aumento della capitalizzazione di mercato massima per le società eleggibili da €500 milioni a €1,5 miliardi; e c) la rimozione delle limitazioni di sottoscrizione per gli investitori retail. In linea con le modifiche sopra menzionate, le proposte di modifica per i PIR alternativi includono la riduzione del limite di peso per le società small-cap, EGM e non quotate dal 70% al 30%, completato da un'allocazione del 40% per le società mid-cap italiane.

Conclusioni

di Stefano Caselli

I prossimi mesi saranno fondamentali per riflettere sul disegno del mercato unico europeo e sui fattori di competitività dell'Unione Europea rispetto agli altri sistemi economici con cui ci confrontiamo. La sola immagine dei valori in gioco rispetto alla dimensione degli Stati Uniti da un lato e della Cina dall'altro sarebbe sufficiente a giustificare le ragioni di un'accelerazione del percorso di integrazione politica per consentire ai sistemi economici dei singoli paesi europei e delle loro aziende di giocare un ruolo a livello internazionale. Ma l'ottimismo della ragione deve supportato da passi progressivi e il disegno del mercato unico finanziario – la c.d. Capital Market Union – fa parte in modo decisivo di questo percorso in quanto affronta il tema non solo del buon funzionamento dei mercati ma soprattutto del buon utilizzo delle risorse finanziarie di cui disponiamo (in Europa e in Italia). La magnitudine dei numeri è essenziale per capire il “campo di gioco” economico e il suo potenziale da sfruttare in una prospettiva europea (si veda Thomadakis A., 2024). Il PIL del mondo oggi supera i 110 trilioni di dollari e la ricchezza globale è un multiplo crescente: 15 volte il PIL del mondo rispetto alle 8 volte del 2011. Nel dettaglio, gli asset finanziari detenuti dagli intermediari finanziari sono 510 trilioni di dollari, quelli detenuti da famiglie, pubblica amministrazione e imprese sono 550 trilioni, gli asset reali sono 490 trilioni. Complessivamente la ricchezza liquida e prontamente investibile è 190 trilioni, ossia quasi il doppio del PIL stesso. In Italia, le famiglie detengono 5.300 miliardi di euro di asset finanziari, di cui il 20% è liquido e anche in questo caso prontamente investibile. La buona notizia di questi dati è che il potere della ricchezza e senza precedenti e spostare liquidità da una parte all'altra può togliere o dare valore a qualsiasi cosa (Carney, 2021). Ciò significa che qualsiasi investitore, anche per 1 solo euro investito, è responsabile di questo.

Il tema dell'allocazione della ricchezza diviene cruciale per sostenere oggi sfide molteplici come la crescita del PIL e dell'occupazione, spingere l'innovazione, rendere possibile la transizione energetica. Ma se guardiamo proprio al confronto internazionale, i numeri ci vedono indietro, come emerso nell'ultimo “High Level Seminar” di Ghent di Eurofi di febbraio 2024. Usando come dato di sviluppo finanziario e di utilizzo del risparmio la somma degli investimenti in titoli di debito (in prevalenza titoli di Stato) e in titoli azionari quotati (il mercato di borsa), l'Unione Europea ha un rapporto rispetto al PIL del 233% mentre gli Stati Uniti del 449%. Guardando solo alla borsa, il rapporto scende all'81% in Europa mentre si attesta al 227% negli USA. Nel 2015 questi due rapporti erano rispettivamente il 61% e il 131% (si veda Truchet M. 2023).

È il debito la strada maestra per crescere? Oppure è il capitale di rischio lo strumento più appropriato per affrontare le sfide che abbiamo di fronte? Il ruolo della visione industriale dell'Europa e il tema del ruolo che le anche posso giocare è decisivo. L'iniziativa Capital Market Union (CMU) nasce proprio nel 2015 con l'obiettivo di sviluppare e di integrare ulteriormente i mercati finanziari domestici dell'EU con tre obiettivi differenti (si veda Lannoo K., Thomadakis, A., 2021):

- diversificare le opportunità di funding delle aziende europee, pensando soprattutto a quelle più innovative e con più alto potenziale di crescita;
- offrire ai risparmiatori opportunità più ampie di investimento a medio e a lungo termine;
- collegare in maniera più efficace le risorse finanziarie agli investimenti più produttivi.

Ad un livello macroeconomico l'obiettivo più ampio è quello di preservare la stabilità del sistema economico europeo, assicurandogli maggiore resilienza e maggiore capacità di crescita. E oggi aggiungerei anche maggiore visibilità e capacità di competere a livello globale. L'iniziativa CMU ha quindi l'ambizione straordinaria del tutto e l'impossibilità nello stesso tempo di gestire il tutto in quanto una vera CMU sarà infatti possibile solo dopo una unità politica europea. Tuttavia, CMU deve essere vista come: un progetto per costruire un eco-sistema complesso, fatto di tante parti in apparenza separate; la sfida più importante per realizzare l'Unione Europea stessa; il collegamento tra le sfide nazionali e quelle europee: una filosofia di azione che è sia top-down che bottom-up. E non possono essere dimenticate due cose fondamentali: una domanda e uno stato di fatto.

La domanda: quale sistema economico europeo vogliamo? Quali aziende vogliamo? E quindi quale politica industriale in un mondo che compete sulla grande dimensione e sul confronto tra grandissime aziende? Lo stato di fatto: CMU vuole diversificare funding ma la natura "bancocentrica" europea è uno "stato di natura" e quindi un'opportunità da cogliere.

Nella sfida del disegno di un mercato finanziario unico, due elementi avranno un ruolo determinate. Il primo è quello di valorizzare e rendere più efficace il ruolo delle banche come parte essenziale del mercato finanziario europeo. Il secondo è quello di allineare le scelte di "politica industriale del mercato finanziario" dei singoli paesi per facilitare la convergenza nella prospettiva dello sviluppo.

La CMU segna la strada per un sistema finanziario più ampio e integrato, fondato sui mercati finanziari in senso lato e quindi implicitamente teso a superare il "banco-centrismo" europeo. Ma la presenza delle banche è essenziale oltre che radicata nel nostro DNA e nel nostro modo di essere "Europa" (vedi Caselli, 2023). Il ruolo delle banche è quindi cruciale per: 1. allocare direttamente le risorse (via lending), 2. fare advisory a imprese (di qualsiasi dimensione) e investitori per assumere le proprie decisioni sul passivo e sull'attivo (via investment banking) e 3. collegare i risparmi al sistema economico nel suo complesso (via asset management). Questo è possibile solo se il sistema bancario aumenta la propria dimensione dotandosi di grandi player capaci di competere a livello mondiale e aumenta la sua varietà con intermediari specializzati nell'investment banking e nell'asset management. Accanto alla CMU deve quindi continuare il percorso della Banking Union, ponendo però attenzione ai temi della strategia delle banche e dei loro modelli competitivi.

L'Unione Europea ha quindi bisogno "di avere più colossi alla JP Morgan", citando Andrea Enria nella sua intervista di addio fatta con Christine Lagarde per tracciare lo scenario e le sfide per il sistema bancario europeo. JP Morgan è la prima banca al mondo per totale dell'attivo e per capitalizzazione di borsa. Sicuramente esprime quel senso di grande dimensione e di scala che rappresenta un elemento in parte mancante per completare il percorso dell'Unione Bancaria. Ma soprattutto l'Unione Europea ha bisogno di banche più grandi e più diversificate che possono nascere da un nuovo slancio nelle operazioni di M&A a livello transnazionale per dotare l'Europa di un'infrastruttura funzionale alla crescita. Il prossimo anno è decisivo per il nostro continente non solo perché vi sono le elezioni ma soprattutto perché l'Unione deve riflettere sul ruolo che può giocare nello scenario globale e sul ruolo che deve avere per guidare la crescita del PIL e dell'occupazione. Una parte importante di questo ragionamento deve essere basata sull'esigenza di dotarsi non solo di un sistema bancario più solido e protetto dalle crisi – come ormai è avvenuto – ma soprattutto capace di costituire il fattore di sviluppo delle imprese europee.

Perché l'Europa ha bisogno di avere banche più grandi e quali sono i vantaggi per le sue imprese e i suoi cittadini? Le ragioni fondamentali sono tre. La prima è legata ai servizi di corporate e investment banking. La crescita della dimensione delle imprese - e quindi del PIL e dell'occupazione - passa attraverso la capacità di aprire il capitale, raccogliere le risorse sui mercati finanziari e realizzare operazioni di espansione oltre i propri ambiti nazionali. I servizi di corporate e investment banking

possono essere offerti solo se la banca ha una dimensione tale da assicurare un raggio di azione globale ed una massa critica che le permetta di fare traino alle imprese nell'ambito delle quotazioni, del collocamento di titoli di debito, delle operazioni di private equity piuttosto che di M&A e di sostegno alla crescita internazionale. Per citare ancora una classifica, se guardiamo alle League Tables dell'Investment Banking stilate da Financial Times, ancora guardando alle prime 10 banche al mondo per l'attività di Investment Banking, JP Morgan è sempre la prima e di banche europee in senso geografico ne troviamo tre, vale a dire Barclays in sesta posizione, UBS in settima posizione (grazie alla fusione con Credit Suisse) e BNP Paribas in nona posizione. Quindi una sola dell'Unione Europea. La seconda è legata alla capacità di attrarre i giovani talenti e i migliori manager. La capacità di qualsiasi settore di crescere e di migliorare nel corso del tempo dipende dal capitale umano. La banca ha bisogno di capitale umano di crescente qualità per poter giocare un ruolo di servizio di maggiore qualità alle imprese e alle persone, ai cittadini. La capacità di attrarre il miglior capitale umano possibile non dipende solo dal livello di remunerazione ma dalla forza nell'assicurare percorsi di carriera che valorizzino e migliorino le capacità dei singoli, che permettano di mettere a frutto lo sforzo che soprattutto i giovani hanno profuso nel percorso di studio, che offra opportunità di mobilità internazionale. Se le banche non raggiungono una dimensione più grande - e questo vale anche per le banche italiane - il rischio è di passare in secondo piano rispetto alla forza attrattiva delle aziende più grandi a livello mondiale che, nei diversi ambiti (da quello tecnologico, a quello della consulenza a quello farmaceutico) sono maggiormente capaci di investire sul capitale umano. La terza ragione è collegata all'investimento tecnologico. La capacità di offrire servizi alla clientela più accessibili, più semplici ma di maggiore qualità e a costi più contenuti, si gioca solo sulla capacità di inserire la dimensione tecnologica, digitale e da ultimo di intelligenza artificiale nei processi di produzione e di offerta. Questo richiede investimenti di vasta portata che solo una dimensione più grande e una maggiore capacità di attrazione di capitali possono assicurare. I servizi di pagamento ma soprattutto i servizi di investimento per il grande mercato retail sono i settori in cui l'innovazione tecnologica sta giocando un ruolo decisivo per fare sì che i risparmi di qualsiasi dimensione possano essere collegati nel modo più efficace possibile ai bisogni del sistema reale e alla sua capacità di crescita.

È quindi essenziale che nei prossimi mesi l'importanza del sistema bancario rientri nel dibattito non solo politico di quale Unione Europea vogliamo e di quali sono gli strumenti per assicurare la crescita dei diversi paesi dell'Unione. Ma soprattutto che si valorizzi la funzione fondamentale che le banche svolgono nel sostenere la crescita dell'intero sistema economico nel suo complesso. Tema che sembra a volte dimenticato.

Ma la domanda più importante, per l'Italia, è quale volto del nostro paese vogliamo presentare, in Europa e nel mondo? Quello gravato dal debito che non frena la sua corsa? Oppure quello di un paese che ha risparmi e attività finanziarie straordinarie? Non vi è dubbio che i 5.300 miliardi di attività finanziarie disponibili sono la vera risorsa naturale del nostro paese che, se utilizzata bene, non solo può rendere meno importate il volto del debito ma creare le condizioni di uno sviluppo vero. Che il risparmio sia la risorsa naturale più preziosa lo hanno capito bene gli intermediari finanziari internazionali che hanno come obiettivo l'Italia, per costruire quote di mercato e per attrarre capitali nei propri sistemi economici. Non possiamo cadere anche noi nel paradosso dei paesi in via di sviluppo, che hanno risorse naturali ingenti ma non hanno la capacità di metterli a frutto per loro stessi. Occorre quindi rimettere in fila le diverse componenti del ragionamento e avere una strategia ampia. Questo vale per l'Italia ma soprattutto per l'Unione Europea in generale.

La prima domanda è perché abbiamo bisogno di impiegare bene il nostro risparmio. La risposta scontata (ci crediamo?) è per la crescita e per l'occupazione. Queste passano però attraverso sfide che hanno nomi precisi: crescita dimensionale delle aziende, infrastrutture digitali e fisiche, sostenibilità. Sfide

italiane ma nello stesso dell'Unione Europea. Dove la difficoltà oggi è quella di accettare che senza dimensione, infrastrutture e sostenibilità diventerà sempre più difficile creare benessere. Questo è molto chiaro a Stati Uniti e Cina, così come a nuovi soggetti come India e soprattutto Arabia Saudita. Lo scatto per l'Italia, e quello europeo, è quello di superare la narrativa della resilienza e della centralità delle PMI aggiungendovi (non sostituendovi!) quella della grande dimensione, per poter contare non solo nel confronto competitivo ma anche per guidare i processi chiave di cambiamento e innovazione. Se guardiamo al numero delle prime 500 aziende mondiali per fatturato, la metà sono cinesi e americane, 27 e 26 tedesche e francesi, 10 olandesi, 9 spagnole e solo 6 italiane. È inevitabile che la chiave di lettura delle aggregazioni sia una componente, così come quello dell'apertura del capitale, con l'utilizzo ragionevole degli strumenti del venture capital, private equity e quotazione. Senza questi strumenti, la crescita dimensionale non avviene. Diciamolo chiaramente.

La seconda domanda è come sia possibile impiegare il nostro risparmio a favore dello sviluppo. La risposta deve essere organica e dirompente. È il risparmio che deve essere messo al centro dell'azione complessiva, creando il collegamento diretto tra investimento e benessere, ove il benessere è il portato di sviluppo, occupazione, innovazione e sostenibilità.

Il primo livello di questa risposta è dato dall'educazione finanziaria. L'investimento del risparmio non è un lusso. È un gesto centrale della nostra esistenza ed una responsabilità sociale. L'educazione finanziaria, e quindi al welfare e allo sviluppo, riguarda studentesse e studenti così come riguarda gli adulti. Non può essere relegata a qualche ora in più opzionale o lasciata alla buona volontà di qualche persona appassionata nelle scuole e nei licei, ma deve essere integrata nel percorso scolastico complessivo. Così come è da costruire, con l'aiuto del sistema bancario, per il pubblico adulto. Con la giusta e incisiva campagna di comunicazione.

Il secondo livello è dato dalle scelte strutturali di investimento. Fondi pensione e casse di previdenza, compagnie di assicurazione e banche, devono avere con gradazioni diverse un obiettivo di investimento nel capitale di rischio e nei grandi progetti innovativi e infrastrutturali. Se i vincoli ad investire nei titoli di Stato o negli immobili sono stati a garanzia della collettività, quella garanzia oggi è data dallo sviluppo e dal benessere che andremo a creare con innovazione e sostenibilità. Mentre in Italia dibatte su come fondi pensione e casse di previdenza debbano essere interessati da una riforma che colleghi il risparmio all'economia reale, in Gran Bretagna è stato approvato un decreto che obbliga i fondi pensione ad investire il 5% del loro portafoglio nel capitale di rischio di aziende inglesi.

Il terzo livello è la fiscalità complessiva. Occorre superare il tema del bonus. Gli incentivi (alla quotazione, ad esempio) producono effetti immediati ma poi si sgonfiano appena l'incentivo scompare. Il tema è fare scelte di fondo su cosa sia strutturalmente avvantaggiato. Preferiamo avere esenzione su capital gain da immobili o piuttosto sull'investimento in equity? In Italia vogliamo avere un'aliquota al 12,5% sui titoli di Stato o estenderla al venture capital perché crea nuove aziende e innovazione? Sono esempi, ma se crediamo che dimensione, innovazione e sostenibilità siano elementi fondamentali, la fiscalità deve essere coerente con queste direzioni. Sarebbe bello pensare per la prima volta ad un'aliquota standard a livello europeo per la tassazione leggera del venture capital, applicata poi allo stesso modo da tutti i paesi europei.

Il quarto sono i prodotti disponibili per l'investimento. Questi esistono ma ciò che deve essere migliorato in modo decisivo è la dimensione (di asset management e private equity) e la presenza di un mercato finanziario e di operatori di investment banking che colleghino il risparmio alle imprese. La grande sfida della Capital Market Union deve costituire il mezzo per accogliere idee e riforme che colleghino il risparmio alla crescita. Senza di questo è difficile e sistemi più agili attraggono il nostro risparmio, fuori dall'Europa. Il Manifesto sul Mercato dei Capitali (www.manifestomercaticapitali.it) in Italia vuole andare in questa direzione. Così come il recente decreto per un meccanismo legato al patrimonio

destinato della CDP a supporto di fondi di grande dimensione che investono in Italia. Moltissimo può fare la riforma dei mercati finanziari, aperta dal primo passo della Legge Capitali.

Tornando alla domanda iniziale, quale volto vogliamo rendere visibile del nostro paese e dell'Unione Europea più in generale? Il pregiudizio sull'Italia è troppo facile da menzionare. Ma proprio per questo lo sfruttamento del nostro risparmio a servizio del paese sarebbe non solo una risposta sorprendente ma un gesto pragmatico a sostegno non solo dell'Italia ma anche di una casa comune europea che promuova sviluppo, occupazione, innovazione e sostenibilità. Mentre aspettiamo e cogliamo con ottimismo i segnali che ci sono, non dimentichiamo che in cosa investire rimane una scelta personale di ciascuna organizzazione e di ciascuno di noi.

Bibliografia

Carney M., *Value(s). Building a better world for all*, PublicAffairs, 2021.

Caselli S., *Why the European Union Needs Big European Banks to Be Bigger*, Institute for European Policymaking, Bocconi University, 2023.

Lannoo K., Thomadakis A., *Europe's capital market puzzle*, European Capital Market Institute, Brussels, 2021.

Thomadakis A., *2023 ECMI Statistical Package. Key Findings*, European Capital Market Institute, Brussels, 2024.

Caselli, S., Gatti, S., 2023, *Capital Markets: Perspectives over the last decade*, EGEA.

OECD, 2019, *Owners of the World's Listed Companies*, OECD Capital Market Series.

European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, 2020, *Primary and secondary equity markets in the EU – Final report*

COVIP, 2023, *Relazione per l'anno 2022*

ANIA, 2023, *L'assicurazione italiana 2022 - 2023*

IVASS, 2023, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2022*

Consob, 2022, *Report on corporate governance of Italian listed companies*

EIOPA, 2023, *Consumer Trends Report 2022*

EUROFI, 2024, *Pension and long-term savings gap*, Ghent High Level Seminar

Intermonte and Politecnico di Milano, School of Management, 2024, *La presenza dei fondi di investimento nel mercato azionario di Borsa Italiana: un'indagine sugli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap*, Quaderni di Ricerca Intermonte

Ambromobiliare, 2023, *Assicurazioni e Fondi Pensione: un potenziale inespresso per l'economia reale italiana*

EQUITA, 2024, *PIR Monitor Quarterly Report*

<https://www.eurex.com/ex-en/markets/idx/dax>

<https://www.londonstockexchange.com/indices/ftse-100>

https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-factsheets/CAC_40_Index_Factsheet.pdf

<https://www.six-group.com/dam/download/market-data/indices/factsheets/six-factsheet-stat-smi-en.pdf>

<https://www.bancosantander.es/en/glosario/ibex-35>

https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/ground-rules/ftse-mib-index-english-ground-rules.pdf

<https://research.ftserussell.com/Analytics/Factsheets/Home/DownloadSingleIssue?issueName=ITMC&IsManual=false>

https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/ground-rules/ftse-italia-index-series-ground-rules-english.pdf

https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/ground-rules/ftse-italia-index-series-ground-rules-english.pdf

https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/ground-rules/ftse-italia-index-series-ground-rules-english.pdf