



RICAPITALIZZARE L'EUROPA

SADIBA 6 aprile 2024

Federico Cornelli
Commissario CONSOB



AGENDA

QUALI PRIORITÀ PER L'EUROPA

ALCUNI DATI GIÀ NOTI ...

QUALCHE RIFLESSIONE ...

CONCLUSIONI

Il prossimo **9 giugno** si terranno le elezioni europee. A seguire, la futura Commissione, come sempre ad ogni inizio di Legislatura, indicherà le proprie priorità e linee di azione.

La fissazione delle priorità della Commissione è un momento cruciale del processo normativo europeo.

Riuscire a inserire priorità utili in questa prima fase, attraverso riflessioni e con argomenti utili al complessivo dibattito e composizione dei diversi interessi, consente di indirizzare gran parte dei lavori della Legislatura.

Molte sono le priorità che vari attori hanno già messo sul tavolo della riflessione. Fra queste ricordiamo:

- il tema della governance europea,
- il tema della difesa e della sicurezza,
- il tema dell'approvvigionamento di materie prime,
- il tema dell'invecchiamento della popolazione,
- il tema dei rapporti con l'Africa e i paesi in via di sviluppo,
- i temi «ereditati» dalla precedente Commissione quali sostenibilità e digitale, da completare.

Si vuole qui evidenziare un tema economico: la necessità di una fase di ricapitalizzazione dell'Europa, con capitali pazienti.

L'economia europea deve affrontare una fase di revisione dei processi produttivi per tener conto:

- delle (giuste) scelte in materia di sostenibilità,
- delle novità nel digitale e nell'Intelligenza Artificiale,
- di un processo di *reshoring*, almeno parziale,
- della competizione con altre economie (Cina, USA).

Gli investimenti necessari a questa nuova fase sono rilevanti e non possono essere forniti dalla sola mano fiscale europea o nazionale (NGUE, aiuti nazionali), in quanto insufficienti.

Serve quindi un rilevante (preponderante) contributo di investimenti privati.

La Commissione Europea ha stimato in:

- oltre **600 miliardi di euro l'anno** il fabbisogno di investimenti per gli obiettivi al 2030 del Green Deal.
- oltre **120 miliardi l'anno** il fabbisogno di investimenti per la transizione digitale e per la difesa.

Va ricomposto il mix di fattori della produzione con forti dosi di capitale di rischio (equity).

Il capitale di rischio può certamente arrivare da investitori extra UE ma va ricercata ogni possibile soluzione che aumenti la disponibilità di capitale di rischio europeo.

Alcuni dati, già ben noti ai tecnici, aiutano a delineare un quadro di scarsità del capitale di rischio.

Secondo i dati aggiornati al primo trimestre 2024 il rapporto fra capitalizzazione e PIL nei principali paesi europei è pari al **37%**, 53%, 114% e 50% rispettivamente per **Italia**, Germania, Francia e Spagna.

Tali dati si confrontano con valori pari al 96% in UK e al 187% in USA.

Indicativi sono anche i dati relativi alla diversità in termini di P/E medio.

(fonte Datastream, Factset, Eurostat, OECD, BIS)

	Italia	Germania	Francia	Spagna	Uk	USA
Capitalizzazione intero mercato su PIL	37%	53%	114%	50%	96%	187%
Capitalizzazione società non finanziarie su PIL	22%	44%	102%	35%	83%	148%
Capitalizzazione di borsa (milioni di euro)	761.872	2.176.979	3.186.246	737.513	3.002.784	47.841.834
P/E medio	9,5	13,7	19,0	13,7	16,1	26,6

Secondo i dati aggiornati al 2023 il rapporto fra ricchezza finanziaria su PIL nei principali paesi europei si è attestato su valori pari a **2,5 volte per l'Italia**, 1,87 per la Germania, 2,37 per la Francia e 1,91 per la Spagna.

Tali dati si confrontano con valori pari a 2,52 in UK e 4,25 in USA.

Le attività dei fondi pensione si attestano ad un valore pari al 4% circa della ricchezza finanziaria delle famiglie per l'Italia*, a fronte di rapporti pari al 3% per Germania e Francia e al 6% per la Spagna. Il rapporto sale al 30% in UK e al 29% in USA.

*il dato è riferito alle attività dei fondi pensione e non include le attività riferibili alle casse di previdenza.

(fonte Datastream, Factset, Eurostat, OECD, BIS)

	Italia	Germania	Francia	Spagna	UK	USA
Ricchezza finanziaria delle famiglie su PIL (n. volte)	2,50	1,87	2,37	1,91	2,52	4,25
Attività dei fondi pensione/ricchezza finanziaria delle famiglie	4%	3%	3%	6%	30%	29%

Le Casse di Previdenza

Secondo i dati COVIP, da ultimo aggiornati con riferimento al 2022, il totale delle attività delle casse di risparmio ammonta a circa **104 miliardi di euro**, di cui circa 17 miliardi di euro rappresentati da liquidità e da altre attività.

Gli investimenti domestici delle casse, **36,9 miliardi di euro**, formano il **35,6 per cento** delle attività totali.

Tra gli investimenti domestici restano predominanti gli **investimenti immobiliari** (17,2 miliardi di euro, il 16,6 per cento delle attività totali) e i **titoli di Stato** (9,2 miliardi di euro, l'8,9 per cento delle attività totali).

(Fonte COVIP Le politiche di investimento - quadro di sintesi anno 2022)

	2021				2022			
	Investimenti domestici		Per memoria: Totale		Investimenti domestici		Per memoria: Totale	
	Importo	% Importo	Importo	%	Importo	% Importo	Importo	%
Attività								
Titoli di Stato	8.573	7,9	14.746	13,6	9.238	8,9	15.432	14,9
Altri titoli di debito	697	0,6	5.769	5,3	643	0,6	4.903	4,7
Titoli di capitale	5.509	5,1	7.759	7,2	6.152	5,9	7.827	7,5
OICVM	1.838	1,7	34.922	32,4	1.686	1,6	30.252	29,2
Altri OICR	16.139	15,0	23.480	21,8	15.974	15,4	24.997	24,1
- di cui: fondi immobiliari	14.352	13,3	15.556	14,4	13.930	13,4	15.200	14,6
Immobili	3.678	3,4	3.678	3,4	2.744	2,6	2.744	2,6
Partecipazioni in società immobiliari	543	0,5	546	0,5	503	0,5	527	0,5
Totale	36.976	34,3	90.899	84,2	36.940	35,6	86.683	83,5
Liquidità			7.164	6,6			6.853	6,6
Polizze assicurative			618	0,6			575	0,6
Altre attività			9.228	8,6			9.654	9,3
Totale attività			107.909	100,0			103.765	100,0
<i>Per memoria:</i>								
Investimenti immobiliari	18.572	17,2	19.779	18,3	17.176	16,6	18.471	17,8
- immobili	3.678	3,4	3.678	3,4	2.744	2,6	2.744	2,6
- fondi immobiliari	14.352	13,3	15.556	14,4	13.930	13,4	15.200	14,6
- partecipazioni in società immobiliari	543	0,5	546	0,5	503	0,5	527	0,5

Per gli OICVM, la ripartizione tra componente domestica e non domestica è quella relativa ai titoli ad essi sottostanti (c.d. *look through*). Per i fondi immobiliari, si è fatto riferimento all'ubicazione degli immobili in portafoglio; per gli Altri OICR (di tipo mobiliare), tale ripartizione è basata sulla domiciliazione dei fondi stessi.

I fondi pensione

Secondo i dati COVIP, da ultimo aggiornati con riferimento al 2022, il totale delle attività dei **fondi pensione** ammonta a circa **170 miliardi di euro**, di cui circa 16 miliardi di euro rappresentati da liquidità, da polizze assicurative e da altre attività.

Gli investimenti domestici dei fondi pensione, **35,5 miliardi di euro**, rappresentano il **20,9 per cento dell'attivo netto**.

Tra gli investimenti domestici sono predominanti i **titoli di stato** (26,1 miliardi di euro, il 15,4% per cento delle attività nette).

(Fonte COVIP Le politiche di investimento - quadro di sintesi anno 2022)

	Fondi pensione. Investimenti domestici e non domestici (dati di fine anno; importi in milioni di euro)							
	2021				2022			
	Investimenti domestici		Per memoria: Totale		Investimenti domestici		Per memoria: Totale	
	Importo	%	Importo	%	Importo	%	Importo	%
Attività nette								
Titoli di Stato	29.604	16,8	62.662	37,3	26.125	15,4	63.101	37,1
Altri titoli di debito	2.974	1,7	32.104	18,9	2.587	1,5	29.690	17,5
Titoli di capitale	1.659	0,9	39.880	19,6	1.494	0,9	33.979	20,0
OICVM	2.251	1,3	23.519	13,3	1.762	1,0	20.461	12,0
Altri OICR	2.277	1,3	4.811	2,2	2.398	1,4	5.655	3,3
- di cui: fondi immobiliari	1.793	1,0	2.145	1,1	1.739	1,0	2.087	1,2
Immobili	1.016	0,6	1.016	0,7	897	0,5	897	0,5
Partecipazioni in società immobiliari	219	0,1	219	0,2	212	0,1	212	0,1
Totale	40.001	22,7	164.211	92,1	35.474	20,9	153.995	90,6
Liquidità			11.747	6,7			10.973	6,5
Polizze assicurative			2.153	1,3			2.579	1,5
Altre attività e passività			-1.734	-0,1			2.482	1,5
Totale attività nette			176.377	100,0			170.029	100,0
<i>Per memoria:</i>								
Investimenti immobiliari	3.028	1,7	3.380	2,0	2.848	1,7	3.195	1,9
- immobili	1.016	0,6	1.016	0,7	897	0,5	897	0,5
- fondi immobiliari	1.793	1,0	2.145	1,1	1.739	1,0	2.087	1,2
- partecipazioni in società immobiliari	219	0,1	219	0,2	212	0,1	212	0,1

Il totale delle attività nette corrisponde all'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) per fondi negoziali, fondi aperti e fondi preesistenti; alle attività nette delle gestioni separate per i PIP di tipo tradizionale e al valore delle quote in essere per i PIP di tipo *unit linked*. Per i fondi pensione preesistenti, i dati si riferiscono ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione. Per gli OICVM, la ripartizione tra componente domestica e non domestica è quella relativa ai titoli a essi sottostanti (principio del *look-through*). Per quanto riguarda gli Altri OICR, tale ripartizione è basata sulla domiciliazione dei fondi stessi.

Confronto tra Casse di previdenza e fondi pensione

Le risorse finanziarie destinate alle imprese italiane possono essere calcolate in **13,2 miliardi di euro**, così suddivisi: **7,9 miliardi di euro** investiti dalle **casse di previdenza** e **5,3 miliardi di euro** impiegati dai **fondi pensione***.

Gli investimenti sono costituiti per circa 3,2 miliardi da strumenti obbligazionari, 5,3 miliardi da strumenti azionari e 4,7 miliardi da investimenti effettuati per il tramite di OICR diversi dai fondi immobiliari.

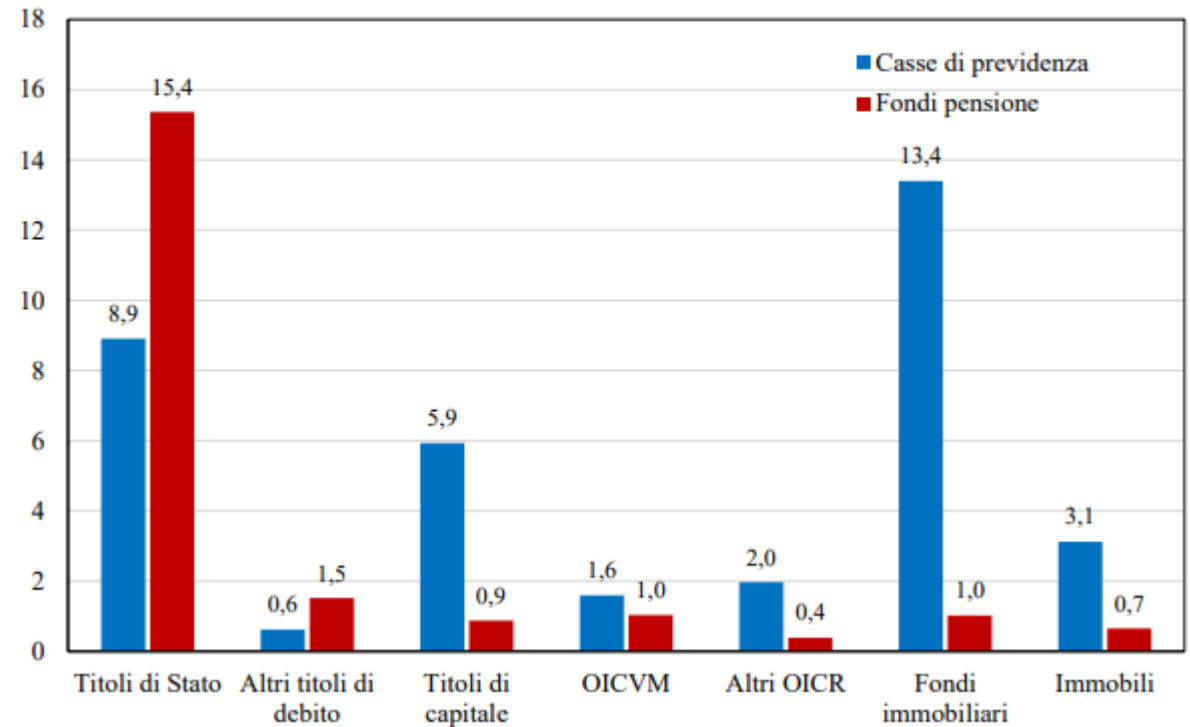
Se rapportato al totale delle passività finanziarie delle imprese italiane, il contributo fornito dal risparmio previdenziale resta modesto, circa lo 0,4 per cento.

* Al netto degli investimenti immobiliari e dei titoli di Stato e senza tener conto delle quote del capitale di Banca d'Italia sottoscritte dalle casse di previdenza e dai fondi pensione.

Fonte COVIP Le politiche di investimento - quadro di sintesi anno 2022

Casse di previdenza e fondi pensione. Investimenti domestici

(dati di fine 2022; valori in percentuale delle attività totali per le casse di previdenza e delle attività nette per i fondi pensione)



* Nella categoria Altri OICR gli investimenti sono stati classificati come domestici in base al domicilio e non sulla base del *look through*

Di seguito una tabella riepilogativa dell'evoluzione dal 2017 ad oggi del numero di emittenti con titoli quotati in Italia e della capitalizzazione per segmento EXM e EGM (ex AIM).

Ad oggi le società quotate su EXM risultano essere 224 con una capitalizzazione di borsa pari a circa 788 mld di euro. Le società quotate su EGM (ex AIM) sono 203 con una capitalizzazione pari a circa 8 miliardi di euro.

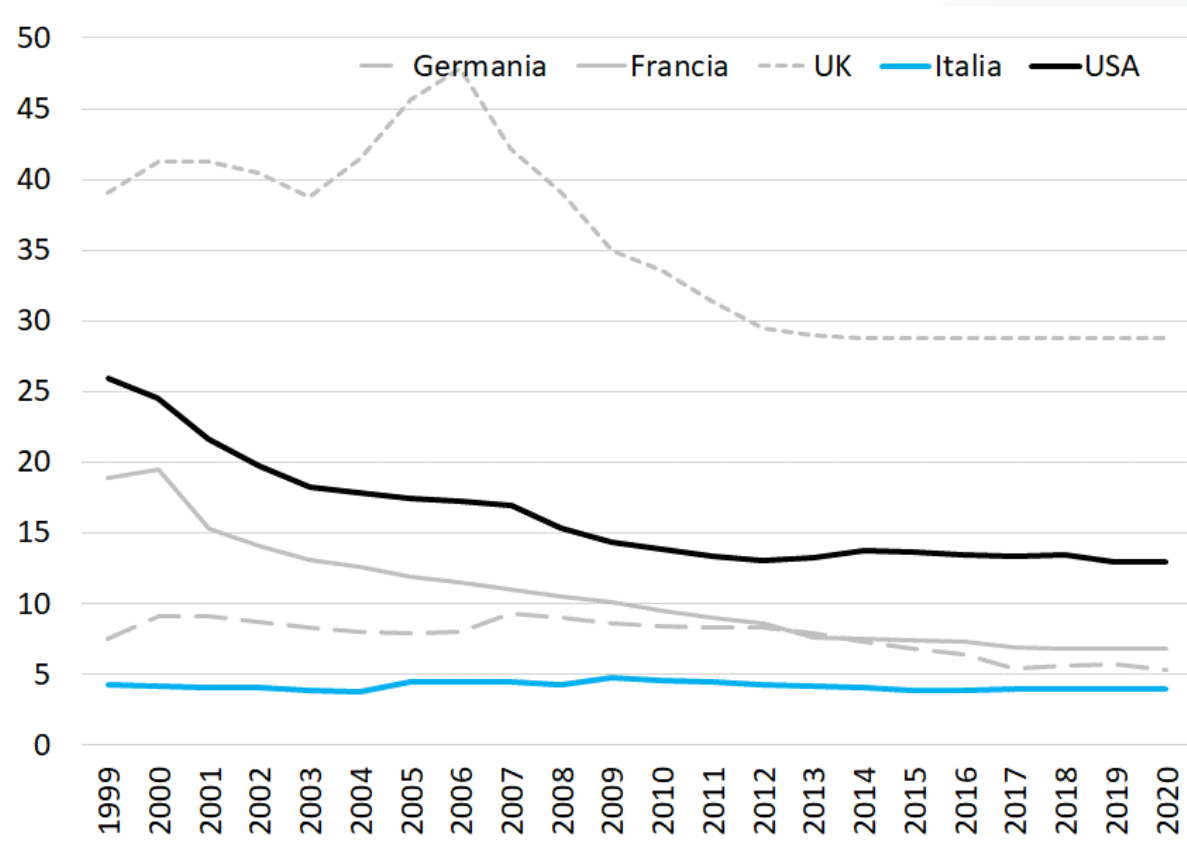
ANNO	Num Issuers EXM	Num Issuers EGM	Mkt Cap EXM (mil.)	Mkt EGM (mil.)	Mkt Cap TOT (mil.)	% GDP
2017	244	95	634.449 €	5.579 €	640.028 €	36,8%
2018	244	113	535.762 €	6.600 €	542.362 €	30,7%
2019	243	132	637.818 €	6.611 €	644.429 €	36,0%
2020	239	138	600.651 €	5.854 €	606.505 €	36,7%
2021	233	174	757.843 €	11.519 €	769.362 €	43,4%
2022	224	190	615.145 €	10.544 €	625.689 €	33,9%
2023	226	203	753.852 €	8.020 €	761.872 €	36,5%
2024*	224	203	787.665 €	7.988 €	795.653 €	38,2%

* dato al 29/02. Il dato % GDP è calcolato rispetto sulla base del PIL al 31/12/2023

Fonte Borsa Italiana, Euronext

Si evidenzia inoltre la ridotta partecipazione delle imprese al mercato di borsa.

Il grafico fornisce una interessante rappresentazione del numero di società quotate per milioni di abitanti tra il 1999 e il 2020 (fonte Assonime).

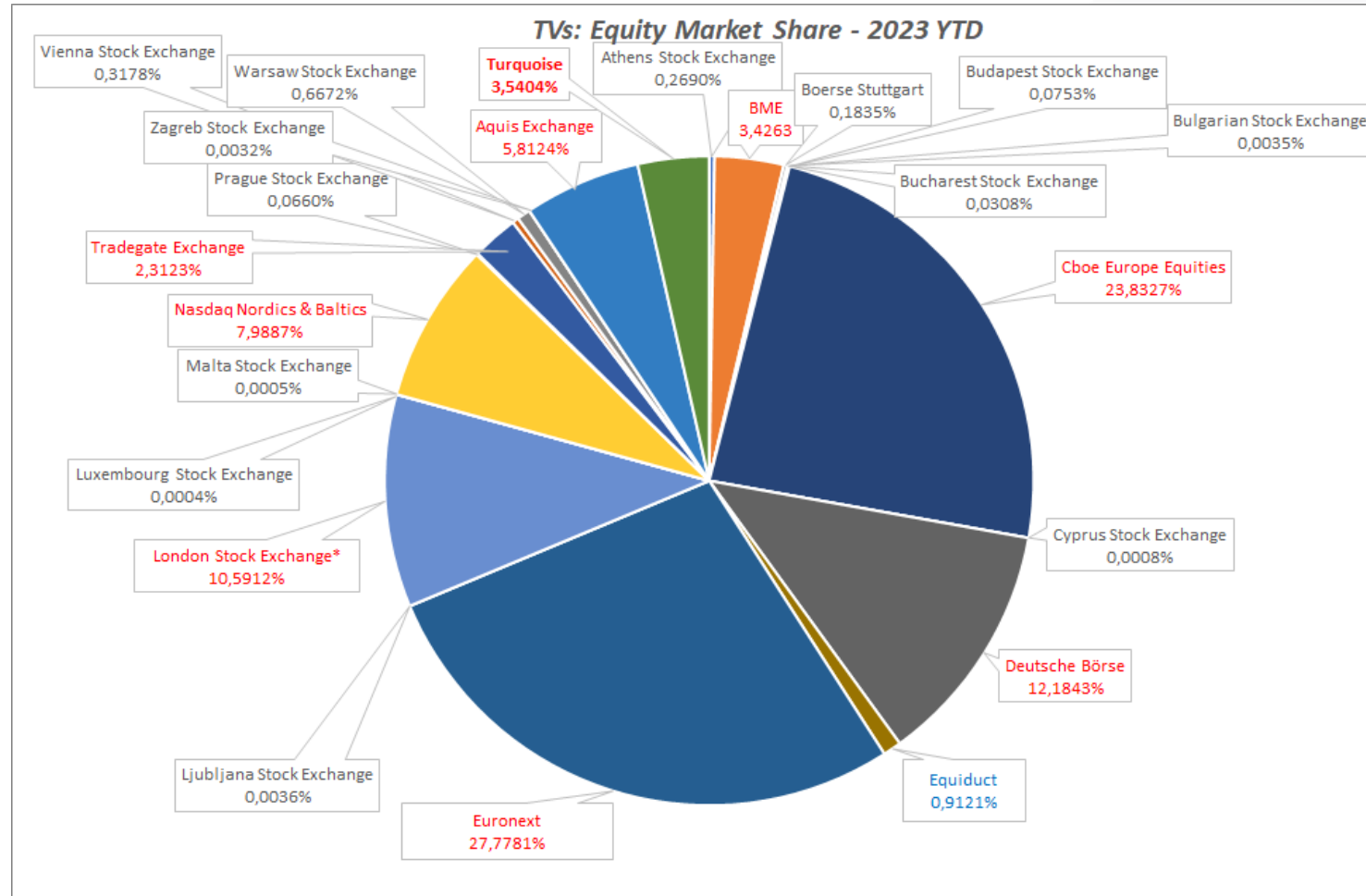


Di seguito il rapporto *price / book value current* dei principali istituti bancari quotati italiani

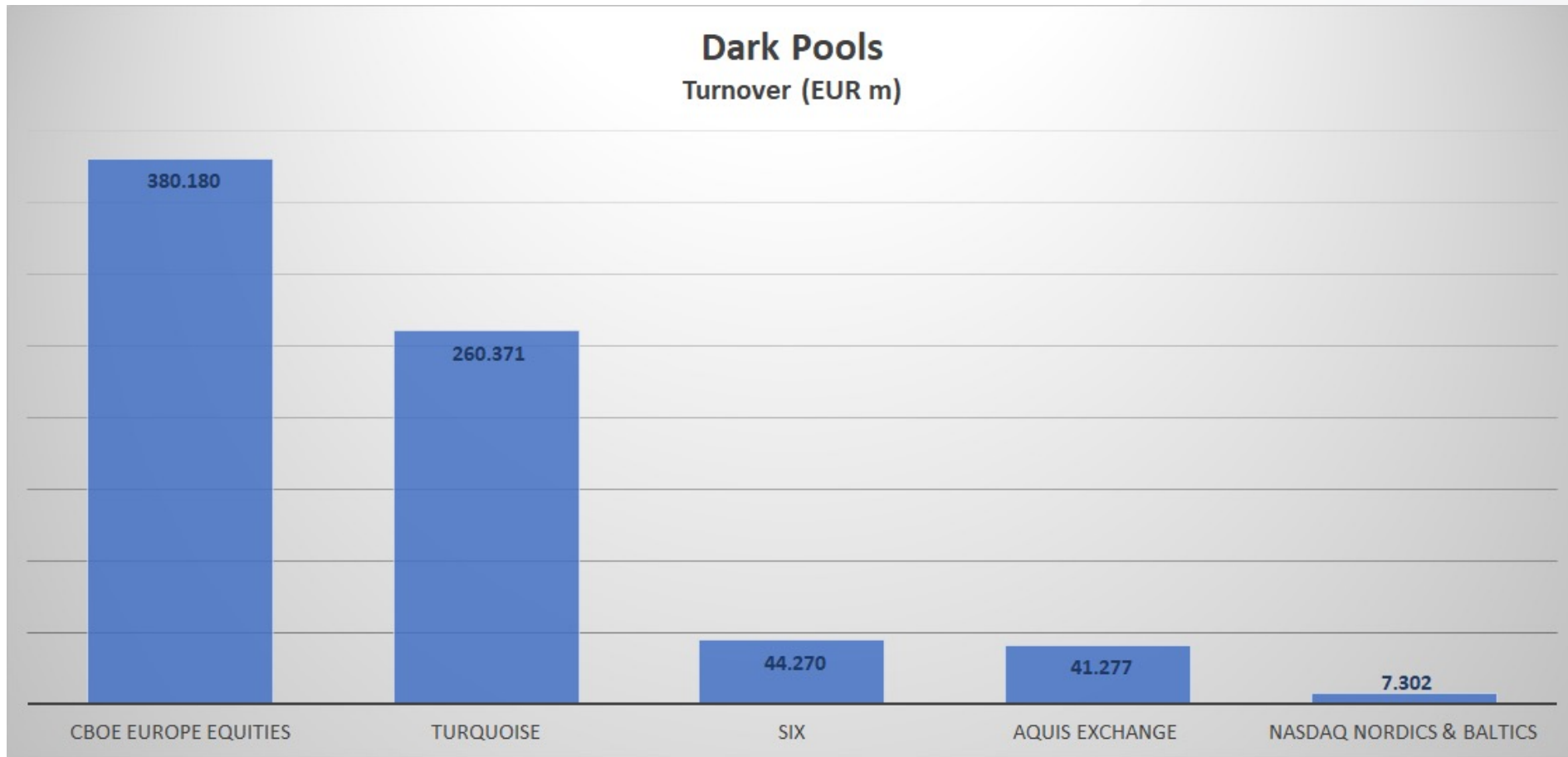
(dati aggiornati a fine marzo 2024, *fonte* Factset - Datastream)

	Price/ Book Value - FACTSET	Price/ Book Value - Datastream
Intesa Sanpaolo S.p.A.	1,0	1,1
Banca Popolare di Sondrio S.p.A.	0,9	1,0
BPER Banca S.p.A.	0,7	0,8
Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A	1,0	1,0
Credito Emiliano S.p.A.	0,9	1,0
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	0,6	0,5
FinecoBank SpA	4,3	4,0
Banco BPM SpA	0,7	0,8
UniCredit S.p.A.	0,9	1,0
Banca Mediolanum SpA	2,2	2,6

Di seguito le quote di mercato delle principali trading venues europee (dati aggiornati alla fine del 2023, fonte Statistics)



I controvalori negoziati su equity nelle principali dark pools che operano in Europa rappresentano circa il 7% del totale negoziato sulle Trading Venues (dati aggiornati alla fine del 2023, *fonte Statistics*)



Di seguito una tabella riepilogativa del peso degli investitori domestici ed esteri (*fonte Equita - Bocconi*).

Investitore	FTSE MIB	Francia	Germania	Spagna
Domestico	8%	25%	26%	8%
Eestero	92%	75%	74%	92%

Sostegno a capitali pazienti. È evidente la necessità di agire tempestivamente per sostenere la capitalizzazione delle imprese produttive, nel rispetto del dettato dell'art. 47 della Costituzione.

L'Italia possiede ampio risparmio paziente che può essere convogliato sul mercato finanziario a sostegno delle innovazioni. A tal fine alcune riflessioni sono utili:

1. **PIR** o schemi simili. La possibilità di investire in schemi “chiusi temporalmente” con beneficio fiscale legato alla pazienza del capitale può generare un afflusso di capitale notevole sia da risorse di risparmio nazionale che da risparmio estero e dare ampia liquidità a tutti i segmenti di borsa, anche ai segmenti *Growth*.
2. **Pluralità di PIR.** Il legislatore italiano è tornato recentemente a occuparsi della materia PIR. Si potrà detenere più di PIR “ordinario” purché costituito presso lo stesso intermediario o impresa di assicurazione, rimanendo fermo il limite massimo complessivo di investimento che rimane pari a 200mila euro nel quinquennio (40mila euro all'anno).
3. **Trattamento fiscale del risparmio paziente.** Va parificato il trattamento fiscale fra plusvalenze immobiliari e plusvalenze mobiliari realizzate dopo 5 anni. Va inoltre razionalizzato e uniformato il trattamento fiscale sui fondi pensione allineandolo alle *best practices* internazionali.
4. **Ricerca su titoli azionari.** Il listing Act europeo modifica in positivo il tema dell' *unbundling* della ricerca azionaria, che era scomparsa su molti titoli minori europei.
5. **Un ruolo più attivo dei fondi pensione e delle casse di previdenza,** d'accordo con i sindacati, sarebbe utile. Una percentuale minima di investimento in titoli azionari può essere considerata utile, secondo le esperienze di altri paesi (Svezia), collegandola al *life cycle* del fondo pensione.

Lo sforzo di Consob:

- Prospetti bond più veloci e meno costosi.
- Prospetti in inglese (opzione per l'emittente).
- Incremento dei contributi complessivamente dovuti per il 2024 legato unicamente all'inflazione programmata dal governo.
- Contributo alla riforma del TUF.
- Contributo al dibattito europeo sui principali temi normativi in materia finanziaria.

- **Ricapitalizzare Europa e Italia**: deve essere la priorità della prossima legislatura europea. Il mercato dei capitali è lo strumento, insieme alle sue regole e al set di vigilanza, non il fine.
- Nella scrittura delle norme europee **il concetto di investitore deve trovare centralità**, ricordando la funzione rischio rendimento.
- E' necessaria una fase di scrittura di **libri unici europei**, perlomeno di un **TUF europeo**.
- Il risparmio paziente va canalizzato verso i mercati finanziari a sostegno dell'economia reale europea, con sistemi di tassazione non dissimili da quelli previsti per il settore immobiliare e con un irrobustimento dei sistemi PIR o simili.
- I fondi pensione possono svolgere una importante azione.
- Borse come infrastrutture. Il mercato dei capitali ha una giusta regolamentazione e vigilanza. Si dispone di una sufficiente infrastruttura al servizio dell'economia reale.