



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

 **Intermonte**

Quaderni di ricerca Intermonte

**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**

Indice

	pagina
Presentazione	3
<i>Executive summary</i>	5
1. Introduzione	7
2. La presenza dei fondi di investimento nel listino azionario italiano	11
□ Metodologia	11
□ Analisi dei dati: FTSE MIB	12
□ FTSE MIB: <i>focus</i> sugli ultimi 6 anni	18
□ Analisi dei dati: FTSE Italia Mid Cap	19
□ FTSE Italia Mid Cap: <i>focus</i> sugli ultimi 6 anni	24
□ Analisi dei dati: FTSE Italia Small Cap	24
□ FTSE Italia Small Cap: <i>focus</i> sugli ultimi 6 anni	28
□ La correlazione degli investimenti con la <i>performance</i> di mercato	28
3. Conclusioni	31
Bibliografia	33
Il gruppo di ricerca	35

Presentazione

Intermonte Partners

In qualità di primaria *investment bank* italiana indipendente, Intermonte Partners è lieta di proseguire la *partnership* con la School of Management del Politecnico di Milano, dedicata a sviluppare progetti di ricerca su tematiche inerenti al mercato azionario italiano. In questa settima edizione dei “Quaderni di ricerca Intermonte”, l’analisi del Politecnico di Milano si è concentrata sulla presenza dei fondi di investimento nel capitale delle società quotate in Italia, con una particolare attenzione sui segmenti a media e piccola capitalizzazione, che più di altri soffrono per la scarsa liquidità, per valutazioni spesso a sconto sui fondamentali e per una generale disaffezione da parte degli investitori, che penalizza il segmento che meglio dovrebbe rappresentare il tessuto economico italiano. In particolare, la ricerca si è soffermata sulle imprese che appartengono all’indice principale FTSE MIB (ovvero l’indice delle 40 principali *blue chips*), al FTSE Italia Mid Cap (l’indice delle 60 imprese a maggiore liquidità e capitalizzazione non comprese nel precedente indice) e al FTSE Italia Small Caps. Per ognuno di questi indici è stata analizzata la natura dei fondi di investimento presenti sul mercato italiano, distinguendo tra fondi passivi e attivi e, tra questi, esaminando la provenienza degli investitori per area geografica, con un *focus* particolare sugli investitori domestici.

Le risultanze principali dell’analisi evidenziano che i fondi italiani mostrano una presenza sostanzialmente stabile nelle *blue chips*, mentre sono più attivi nei segmenti a minore capitalizzazione. Sul FTSE MIB negli ultimi anni sono rimasti stabili intorno al 10% del totale degli investimenti delle Institutions. Sulle Mid Cap riescono a incidere maggiormente e grazie anche alla spinta dei PIR sono arrivati stabilmente vicini al 20%. Sulle Small Cap la presenza dei fondi italiani è più importante, con un impulso forte nei primissimi anni di introduzione dei PIR che li ha portati ad un massimo del 34% per poi stabilizzarsi intorno al 30% del totale.

Se confrontiamo infine la presenza dei fondi italiani sul mercato principale rispetto ai mercati europei più vicini a noi, si evidenzia un *gap* importante rispetto ai fondi francesi o tedeschi che hanno una presenza superiore di più del doppio sui rispettivi mercati di riferimento. Questo differenziale deve agire da stimolo per rilanciare il ruolo dei risparmiatori italiani, rafforzando i PIR o innovando con strumenti nuovi che possano aiutare il mercato dei capitali per le PMI italiane.

Con questa analisi ci auguriamo di fornire interessanti spunti di riflessione per i molti soggetti coinvolti (aziende, investitori privati e pubblici, gestori di risparmio, intermediari e legislatore) e siamo lieti che Intermonte, nel suo naturale ruolo di punto di riferimento sul mercato italiano, possa dare un contributo fattivo al dibattito, nell’auspicio che il mercato dei capitali per le PMI italiane diventi sempre più efficiente.

Un particolare ringraziamento va al Politecnico di Milano, con cui prosegue il proficuo rapporto di collaborazione iniziato nel 2016.

Cordialmente

Guglielmo Manetti
Amministratore Delegato
Intermonte Partners

Executive summary

L'attrattività del mercato borsistico nei confronti degli investitori istituzionali, soprattutto esteri, è un tema di grandissima attualità per la nostra piazza finanziaria. Non è un caso che per contrastare l'emorragia di imprese emittenti da Piazza Affari e di fondi di investimento siano in atto diversi tentativi di riforme, ultimo in ordine di tempo il DDL 'Capitali', in corso di approvazione a Roma.

La letteratura accademica evidenzia l'importanza del ruolo degli investitori istituzionali e in particolare dei fondi di investimento nel mercato. Essi apportano liquidità, sono investitori 'stabili' e svolgono un ruolo di monitoraggio e di 'stewardship' nei confronti delle imprese partecipate, stimolandole a migliorare i propri risultati finanziari e non finanziari. Il loro ruolo è particolarmente importante per le imprese a media e bassa capitalizzazione, che più di altre rischiano di non ottenere una attenzione e copertura adeguate dal mercato e sono trascurate dai grandi *asset manager*.

Attualmente manca in Italia uno studio approfondito sulla presenza dei fondi di investimento nel capitale delle imprese quotate nel corso degli ultimi 15 anni. Questo è esattamente l'obiettivo della ricerca, che si basa su dati ricavati da Factset rispetto ai flussi trimestrali di investimento e di disinvestimento.

In particolare ci si focalizza sulle imprese che appartengono al FTSE MIB (ovvero l'indice delle 40 principali *blue chips*), al FTSE Italia Mid Cap (l'indice delle 60 imprese a maggiore liquidità e capitalizzazione non comprese nel precedente indice) e al FTSE Italia Small Cap. In ogni trimestre viene analizzata la posizione di tre diverse categorie di azionisti: gli *Insiders*, definiti come i soggetti '*non-buy-side*' ad esempio i controllanti che detengono la maggioranza del capitale, le *Institutions*, ovvero gli investitori istituzionali come fondi, assicurazioni, banche e *holding* finanziarie (oggetto della nostra particolare attenzione), gli *Unknown*, ovvero tutti gli altri azionisti che non rientrano nelle categorie precedenti.

Gli investitori vengono suddivisi in funzione della loro nazionalità e della tipologia di gestione (attiva o passiva, come nel caso degli ETFs).

I flussi di incremento o decremento vengono depurati dell'effetto dei prezzi del mercato, per poter osservare le strategie di incremento o decremento delle posizioni di portafoglio.

I risultati ottenuti sono abbastanza diversi rispetto ai tre indici considerati.

Per quanto riguarda le *blue chips* dell'indice FTSE MIB, si osserva un aumento progressivo del flottante nel corso del tempo con una riduzione della percentuale di proprietà degli *Insiders* fino al 2016. Dal 2018 si vede un progressivo disimpegno da parte dei fondi di investimento, soprattutto nel secondo trimestre del 2020 (con l'acuirsi della pandemia Covid) e nel 2022. Nel tempo è cresciuto il ruolo degli investitori nordamericani (con un testa a testa rispetto ai fondi europei), ma ciò è dovuto soprattutto ai fondi 'passivi' (che nel complesso arrivano al 26% degli *asset* delle *Institutions* nel 2023); dal 2020 si osserva però una fuga dei fondi attivi che è stata solo parzialmente compensata dagli ETFs. Negli ultimi tempi i fondi britannici hanno mantenuto le posizioni.

Per quanto riguarda le *Mid Cap*, il ruolo dei fondi è - senza sorprese - minore, ma è interessante osservare come il peso degli *Insiders* sia aumentato nel tempo fino al 2014, con una conseguente riduzione del flottante. Nonostante un leggero incremento negli anni successivi, la loro quota è in media stabilmente sopra il 50%. Si osserva un ruolo importante dei fondi europei, cresciuto nel corso del tempo, ma anche i fondi americani hanno dato un contributo stabile, soprattutto grazie agli ETF (che nel 2023 arrivano al 16% del contributo dei fondi).

Per quanto riguarda il ruolo dei fondi italiani si nota una presenza sostanzialmente stabile sulle *blue chips* mentre essi sono più attivi nei segmenti a minore capitalizzazione. Sul FTSE MIB infatti negli ultimi anni sono rimasti stabili intorno al 10% del totale degli investimenti delle *Institutions*. Sulle *Mid Cap*, invece, riescono a incidere maggiormente e, grazie anche alla spinta dei PIR, sono arrivati stabilmente vicini al 20%, rispetto ad una media precedente prossima al 15% del totale.

Sulle Small Cap la presenza dei fondi italiani è più importante, con un impulso forte nei primissimi anni di introduzione dei PIR che li ha portati ad un massimo del 34% per poi stabilizzarsi intorno al 30% del totale.

Infine si è voluto testare l'esistenza di eventuali correlazioni fra i flussi di investimento e disinvestimento e il *trend* di mercato, misurato dalla *performance* degli indici e dal controvalore degli scambi. Nel caso del FTSE MIB non si riscontra una particolare correlazione, che anzi risulta debolmente negativa. Risultati opposti invece per le Mid Cap; cicli di Borsa positivi sono correlati ad incrementi degli investimenti nel periodo precedente. I fondi sembrano dunque incrementare la propria esposizione quando prevedono rendimenti in crescita. Anche per le Small Cap c'è una correlazione positiva, ma questa volta è più elevata considerando il volume degli investimenti con la *performance* di mercato nel trimestre precedente. Considerando i volumi degli scambi registrati dagli indici i risultati indicano una correlazione simile ma molto meno significativa.

Alla luce dei risultati ottenuti, la ricerca fornisce alcuni spunti di riflessione. Innanzitutto si rileva come la presenza dei fondi italiani sia più evidente sugli indici delle società a media e piccola capitalizzazione, dove hanno beneficiato negli ultimi anni della spinta dei PIR. A livello delle *blue chips* però la presenza degli investitori domestici rimane comunque ridotta, non superando il 10% del totale degli investimenti delle Institutions.

Come confronto, in Francia e Germania la presenza di investitori istituzionali stranieri è pure significativa sui listini azionari (rispettivamente 75% e 74%) ma lascia più spazio ai fondi nazionali (25% e 26%). Da questo punto di vista la situazione dell'Italia è molto più simile a quella della Spagna dove il peso degli

stranieri sul totale degli istituzionali è il 92% (8% ai nazionali).

Negli ultimi 6 anni il rendimento complessivo che gli investitori hanno 'perso' nel non considerare il mercato italiano è stato pari rispettivamente al 37% per il FTSE MIB, 5% per le Mid Cap e 20% per le Small Cap. I rendimenti sono ancora più significativi esaminando gli ultimi 15 anni, soprattutto per le Mid Cap.

Occorre quindi rilanciare il ruolo dei risparmiatori italiani, favorendo la nascita di fondi specializzati sulle imprese più piccole, ma soprattutto stimolando gli investimenti del sistema produttivo attraverso riforme incisive sull'attrattività del 'fare business' in Italia. In secondo luogo va rilanciato il ruolo dei PIR; gli incentivi fiscali hanno funzionato ma non bastano più. Servono filiere dell'industria del risparmio gestito specializzate su imprese di piccola e media capitalizzazione, che possano operare anche su progetti di sistema per raggiungere tagli di investimento appetibili, seguendo ad esempio il modello dei *'basket bond'*. Infine il terzo tema riguarda l'impatto del 'Listing Package' proposto dalla Commissione Europea ormai un anno fa, proprio per semplificare gli adempimenti per le imprese quotate e quotate. Una delle misure più interessanti che sono previste è la semplificazione dell'informativa per le società già quotate che intendono raccogliere capitale; si tratta di un incentivo interessante per stimolare la crescita e i nuovi investimenti da parte delle aziende presenti in Borsa, che spesso tendono ad essere trascurate dal mercato. Auspichiamo quindi una rapida adozione del provvedimento da parte dell'Unione Europea e condividiamo le indicazioni contenute nel "Manifesto per lo sviluppo dei Mercati dei Capitali in Italia", promosso da Borsa Italiana nel novembre 2023, che contiene una serie di proposte per dare un notevole slancio al mercato italiano.

1. Introduzione

Il tema della competitività della piazza finanziaria nazionale è oggi al centro dell'attenzione di investitori, intermediari, istituzioni e *media*. Già nel 2022 una precedente ricerca¹ realizzata dal Politecnico di Milano e da Intermonete Partners ha mostrato come il listino azionario di Milano, nonostante l'incremento complessivo del numero di società quotate grazie al contributo di Euronext Growth Milan, presenti oggi un rapporto di capitalizzazione su PIL inferiore rispetto a quello precedente la crisi finanziaria del 2008-2009. Il numero di società quotate sul listino principale continua a scendere nel corso del tempo e miliardi di euro in valore sono stati persi in termini di capitalizzazione di mercato a causa dei *delisting* volontari o legati ad acquisizioni (Giudici, 2023). Come evidenziano Lattanzio *et al.* (2023) si tratta di un *trend* che caratterizza non solo la piazza di Milano ma anche i mercati borsistici americani ed europei, legato alla crescita delle operazioni di M&A e alle maggiori restrizioni regolamentari seguite alla crisi dei mutui *subprime*, e solo in piccola parte alla concorrenza del *private equity* (che anzi negli USA ha contribuito a finanziare imprese che hanno poi alimentato il flusso delle quotazioni). Dall'Italia, non pochi gruppi quotati hanno trasferito la sede sociale nei Paesi Bassi (fra cui Exor che ha lasciato *in toto* Piazza Affari per quotarsi ad Amsterdam).

La Tabella 1.1 riassume alcune metriche chiave del listino azionario di Borsa Italiana, per come è cambiato dal 2007 al 2023, con un *focus* sugli ultimi 12 mesi.

¹ "Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)"

	2007	2012	2017	2022	2023
Società quotate a fine anno (listino principale Euronext Milan Domestic)	259	249	237	220	226
Capitalizzazione Euronext Milan Domestic (€ miliardi)	722,24	364,42	633,88	614,96	753,85
Capitalizzazione mercato azionario/ PIL (società italiane, al 31/12)	48,0%	22,5%	37,5%	33,3%	39,4%
FTSE Italia MIB Storico (al 31/12)	28.525	13.512	20.035	22.276	27.496
Controvalore medio giornaliero degli scambi sulle azioni (€ milioni)	6.248	2.000	2.477	2.212	2.274
Incidenza dei titoli FTSE MIB sul controvalore degli scambi annuali	88,5%	92,7%	87,7%	89,9%	n.d.

Tabella 1.1

Metriche chiave del listino azionario di Borsa Italiana negli ultimi 15 anni.

Fonte: gruppo Euronext

Sembra che a valle della crisi finanziaria il listino azionario non sia riuscito a recuperare vivacità, soprattutto per quanto riguarda la capitalizzazione complessiva (si noti un calo dal 2017 al 2022, nonostante l'incremento dell'indice di mercato, dovuto ai *delisting*) ma ancora di più per il controvalore degli scambi, che a prezzi storici nel 2007 ammontava in media a € 6,2 miliardi al giorno, contro € 2,21 miliardi (quasi un terzo) nel 2022 e € 2,27 miliardi nel 2023. Inoltre, gran parte degli scambi continua a concentrarsi sulle *blue chips*, con un incremento della percentuale negli ultimi 6 anni (da 87,7% a 89,9% nel 2022) nonostante l'approdo a Piazza Affari di molte *small cap*.

Nel 2023 la buona *performance* degli indici ha sostenuto il rapporto fra capitalizzazione del listino domestico e PIL, che è tornata vicino al 40% ma pur sempre inferiore al valore pre-crisi del 2007. Per fare un confronto, secondo i più recenti dati di CEIC in Francia il rapporto è pari al 135%, in Germania è il 46%, nel Regno Unito è il 91%. La media nell'Unione Europea è il 55%.

Per rilanciare l'attrattività di Piazza Affari una serie di iniziative sono state messe sul tavolo, partendo dal "Libro Verde - La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita" presentato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel 2022. La Consob, di concerto con Borsa Italiana, ha approvato una serie di semplificazioni rispetto alla quotazione, snellendo alcune procedure. Il DDL 'Capitali', in corso di approvazione da parte del Parlamento, mette sul tavolo alcune innovazioni legislative, soprattutto sulla *governance* societaria, che hanno l'obiettivo di rilanciare il mercato azionario e ridurre costi e oneri per le aziende interessate a quotarsi. Di recente anche Borsa Italiana, coadiuvata da molti *player* sul mercato italiano tra cui Intermonte, ha presentato un "Manifesto per lo sviluppo dei Mercati dei Capitali in Italia".

Parlando di competitività dei listini azionari, è ben noto che un ruolo chiave è giocato dagli investitori istituzionali, nazionali e internazionali. Non a caso Fabrizio Testa, l'amministratore delegato di Borsa Italiana, in occasione di una audizione tenutasi a giugno 2023 presso la Commissione Finanze e Tesoro del Senato ha affermato che "la percentuale degli investitori istituzionali domestici sul totale degli investitori istituzionali presenti nel capitale delle società italiane è pari all'8% per le 40 società più capitalizzate del listino, al 19% per le società di media capitalizzazione e al 16% per le società STAR. Se da un lato, le società italiane sono state in grado di attrarre l'interesse di fondi internazionali, dall'altro emerge la carenza di investitori domestici". Per le società di minori dimensioni la componente degli investitori domestici sale (35% per le società di piccola capitalizzazione quotate sul mercato regolamentato e 33% per le società quotate su Euronext Growth Milan), poiché secondo Testa "è più complesso attrarre flussi di investimento internazionali, ma il numero di investitori è inferiore e in molti casi si tratta di investitori generalisti, che allocano una porzione limitata del portafoglio a questa *asset class*. Per queste società occorrono capitali pazienti, prossimità territoriale e strategie di investimento coerenti con le dinamiche delle *small caps*".

La letteratura accademica ha più volte sottolineato il ruolo degli investitori istituzionali nel creare spessore, liquidità ed efficienza sul mercato azionario. Fra di essi, i fondi giocano un ruolo molto importante, in quanto raccolgono il risparmio da diverse fasce di clientela (*retail* e non) per poi allocarli nei titoli del mercato mobiliare. A tal fine è interessante capire sia i motivi per cui decidono di investire in una certa impresa sul mercato aperto, come l'investimento viene gestito nel tempo e che effetto ciò determina per l'azienda stessa e per l'intero sistema.

Il ruolo dei fondi nel promuovere una 'disciplina' per i *manager* dell'impresa quotata è ben noto (Grier e Zychowicz, 1994). Alcuni di essi seguono una strategia attiva nel monitorare le azioni del *management* e mettono sul tavolo proposte concrete per migliorare la *performance* (McCahery *et al.*, 2016), non solo in termini economici ma anche rispetto a temi di sostenibilità. Non è escluso che questi investitori professionali possano contestare le decisioni dei *manager* votando contro di loro nelle assemblee e cercando, anche per vie legali, di contrastarne l'operato.

Avere nell'azionariato investitori istituzionali prestigiosi, come importanti fondi esteri, è un segnale positivo della qualità dell'azienda e ne migliora la liquidità riducendo le asimmetrie informative (Boone e White, 2015).

Le imprese possono avere anche un ruolo attivo nell'attrarre investitori prestigiosi, ad esempio investendo nelle relazioni con la comunità finanziaria (Gopikumar *et al.*, 2023) oppure attraverso azioni commerciali e di *marketing* sui loro prodotti/servizi (Barber e Odean, 2007; Grullon *et al.*, 2004).

Dahlquist e Robertsson (2001) mostrano che gli investitori esteri generalmente preferiscono investire in imprese nazionali più grandi, più liquide e con parametri di internazionalizzazione significativi (ad esempio rispetto al tasso di esportazione della produzione). Badrinath e Wahal (2002) e Bradrania e Wu (2023) notano che i fondi esteri tendono ad incrementare la loro posizione su un titolo quando i rendimenti passati sono favorevoli (*momentum strategy*).

Diverse tipologie di fondi possono essere associate a effetti eterogenei sulla liquidità. In letteratura esiste un dibattito sul ruolo dei fondi aperti ('*dumb money*') rispetto ai fondi

hedge (*smart money*) con evidenze empiriche che mostrano come i primi siano meno efficienti dei secondi nel ‘correggere’ disequilibri di prezzo sul mercato (Akbas *et al.*, 2015). Alcuni fondi agiscono più con logiche tattiche, mentre altri (in particolare i fondi pensione e i fondi sovrani) ragionano più con logiche di lungo termine e quindi con attività di *trading* ridotte. Una delle categorie di fondi che è più cresciuta negli ultimi anni è quella dei fondi ‘passivi’, come gli Exchange Traded Funds (ETFs) che semplicemente replicano un indice di mercato senza la pretesa di batterlo, a fronte di costi di gestione più competitivi; i titoli in cui investono possono essere associati a una maggiore volatilità, soprattutto quando ci sono variazioni nella composizione degli indici (Ben-David *et al.*, 2018). Alcune ricerche si sono invece soffermate sui fondi Sovrani, governati e di solito alimentati da strutture statali (Bahoo *et al.*, 2020) che accanto a obiettivi di creazione di valore nel medio-lungo termine si pongono anche *target* geopolitici.

Per quanto riguarda il listino azionario italiano, come sottolineato nelle righe precedenti vi è la percezione di una difficoltà nell’attrarre investitori. Caselli e Gatti (2023) evidenziano come il mercato azionario italiano sia storicamente caratterizzato da alcuni limiti: la mancanza di una base consistente di investitori residenti, la scarsa domanda di capitale dal canale mobiliare da parte delle imprese a causa della forte dipendenza dalle banche, lo scarso peso degli intermediari nazionali nel segmento dell’*investment banking*.

L’ultimo Rapporto Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane² rileva che la presenza di investitori esteri nelle società quotate italiane nel 2021 ha registrato i valori più bassi dal 2013 quanto a numero di società partecipate e dal 2014 quanto a partecipazioni rilevanti; nell’ambito dell’azionariato rilevante, scende l’interesse degli investitori istituzionali, presenti in 55 società (a fronte di una quota media oscillante attorno all’8%), contro le 65 del 2020 e le 75 del 2011 e il calo è più marcato per i soggetti esteri.

Dal lato della disponibilità di capitale per i fondi italiani, la Tabella 1.2 riporta alcuni dati di Assogestioni sul valore del patrimonio gestito dal mercato italiano dei fondi di investimento nel corso del tempo, con riferimento ai fondi aperti. Dopo lo *shock* della crisi finanziaria, il listino si è ampiamente ripreso superando nel 2017 i 1.000 miliardi di euro, di cui una parte consistente allocata ai titoli azionari (italiani ed esteri). Hanno perso terreno invece i fondi Monetari e i fondi Hedge. L’aumento dei tassi di interesse nel 2023 ha dato nuova linfa ai fondi obbligazionari. Il rapporto fra patrimonio gestito e capitalizzazione del listino principale è praticamente raddoppiato, passando da 85,6% a 174,8% ma nel 2023 è tornato a scendere (144,3%).

² Si veda: www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance

	2007	2012	2017	2022	2023 (*)
Patrimonio gestito a fine anno (€ miliardi)	616	481	1.011	1.075	1.088
di cui:					
fondi Azionari	153 (25%)	99 (20%)	222 (22%)	330 (31%)	355 (33%)
fondi Bilanciati	34 (6%)	21 (4%)	99 (10%)	141 (13%)	131 (12%)
fondi Flessibili	67 (11%)	68 (14%)	241 (24%)	200 (19%)	183 (17%)
fondi Obbligazionari	216 (35%)	249 (52%)	413 (41%)	359 (33%)	375 (35%)
fondi Monetari	93 (15%)	32 (7%)	32 (3%)	44 (4%)	42 (4%)
fondi Hedge	36 (6%)	7 (1%)	4 (0,4%)	1 (0,1%)	1 (0,1%)
n.d.	17 (3%)	6 (1%)	-	-	-
Rapporto patrimonio gestito / capitalizzazione mercato azionario Euronext Milan Domestic	85,6%	132,0%	159,5%	174,8%	144,3%

Tabella 1.2

Metriche chiave del mercato dei fondi di investimento di tipo aperto promossi, gestiti e venduti in Italia dal 2007 al 2023.

Fonte: Assogestioni

(*) dati al 30/9/2023

Sulla carta quindi le risorse provenienti dal mercato nazionale dei fondi non dovrebbero essere mancate, anche se una parte non trascurabile, come si vede dalla Tabella 1.2, si sono riversate sui titoli obbligazionari.

Secondo le statistiche pubblicate dalla Banca Centrale Europea³, il patrimonio investito dai fondi italiani in titoli azionari (italiani ed esteri) ammontava nel terzo trimestre 2023 a € 74,5 miliardi. La statistica esclude però fondi monetari e fondi pensione. Il Fondo Monetario Internazionale rende disponibili una serie di dati⁴ sugli investimenti esteri in titoli *equity* in Italia ma non è possibile individuare il contributo sulle sole società quotate e nei diversi indici. Inoltre molti investitori risultano chiaramente domiciliati in paradisi fiscali come le Isole Cayman o in Irlanda, dal momento che non si va a identifi-

³ Si veda www.ecb.europa.eu/stats/financial_corporations/investment_funds

⁴ Si veda <https://data.imf.org>

care la nazionalità ultima dell'investitore ma solo il domicilio dei veicoli di investimento. Mancano al momento analisi dettagliate sul profilo degli investitori nelle società quotate in Italia. Andiamo dunque ad analizzare cosa è successo sul listino azionario di Piazza Affari negli ultimi 15 anni nel rapporto con i fondi di investimento, italiani e stranieri.

2. La presenza dei fondi di investimento nel listino azionario italiano

In questo capitolo introduciamo gli obiettivi e la metodologia della ricerca e descriviamo i risultati desunti dai dati raccolti.

Metodologia

L'obiettivo della ricerca è analizzare come i fondi nazionali ed esteri attivi sul mercato azionario italiano si siano comportati negli ultimi 15 anni rispetto a investimenti e disinvestimenti. Il tema è stato esaminato da diversi punti di vista, inclusa la geografia (domicilio del gestore) e le caratteristiche specifiche del fondo. Inoltre, siamo interessati all'andamento degli investimenti degli *insider* (ovvero dei soggetti che fanno parte del nucleo di controllo e del *management*), confrontandolo con le posizioni dei fondi di investimento; ciò ci permetterà di esaminare se esiste una correlazione tra questi due gruppi di investitori e come le loro strategie di investimento possano differire o somigliare durante i periodi di volatilità del mercato.

Il nostro obiettivo è di avere una comprensione olistica dei movimenti dei fondi e del loro impatto sul mercato soprattutto in momenti di *stress*.

In particolare sono state considerate le aziende presenti alla data del 30 giugno 2023 nei tre principali indici del listino azionario di Borsa Italiana: FTSE MIB (ovvero l'indice delle 40 principali *blue chips*), FTSE Italia Mid Cap (l'indice delle 60 imprese a maggiore liquidità e capitalizzazione non comprese nel precedente indice) e FTSE Italia Small Cap (che comprendeva alla data indicata 98 titoli a bassa capitalizzazione e non ha un numero fisso di *constituents*). I tre indici analizzati formano nel loro complesso l'indice FTSE Italia All-Share. Siccome la composizione degli indici varia nel corso del tempo, a seguito di revisioni periodiche (nonché di nuove ammissioni e cancellazioni dal listino), per analizzare l'evoluzione della presenza di fondi e la quota degli *insider* nel corso del tempo si è deciso di considerare la composizione ultima disponibile; in caso contrario le statistiche potrebbero risentire di *bias* legati all'ingresso nel campione, da un periodo all'altro, di emittenti particolari. L'effetto è che la numerosità del campione comunque scende andando indietro nel tempo. Proprio per evitare questa distorsione viene proposta anche un'analisi considerando per ogni indice le aziende che sono sempre rimaste nel paniere di riferimento per tutti i 15 anni considerati.

I dati riguardanti gli investimenti dei fondi sono stati raccolti attraverso il *database* FactSet¹. Questi dati sono aggiornati trimestralmente e partono dal 30 giugno 2007, consentendo di osservare il comportamento di *insider* e investitori anche durante la crisi finanziaria del 2008/2009. In particolare, Factset suddivide gli azionisti delle società quotate in 3 categorie:

- 1) *Insiders*, definiti come i soggetti '*non-buy-side*'² ad esempio (ma non solo) i soci controllanti che detengono la maggioranza del capitale, esprimono ruoli esecutivi nel *management* dell'impresa e comunque esercitano un'influenza dominante;
- 2) *Institutions*, ovvero gli investitori istituzionali come fondi, assicurazioni, banche e *holding* finanziarie;
- 3) *Unknown*, ovvero tutti gli altri azionisti che non rientrano nelle categorie precedenti; si tratta quindi di investitori (fondi o persone fisiche) che detengono quote molto piccole o che non sono tenuti a dichiarare l'investimento fatto, ad esempio perché residenti in paradisi fiscali.

¹ A tal proposito si ringrazia la struttura commerciale di FactSet per la consulenza fornita.

² Un soggetto '*buy side*' è definito come un investitore che acquista titoli al fine di alimentare gestioni patrimoniali individuali o collettive.

Per osservare il flusso reale di nuovi investimenti e di disinvestimenti è stato considerato il valore storico delle *ownership* e non il valore corrente di mercato, che è impattato dalle dinamiche dei listini. In questo modo, un aumento nel dato di un fondo in un determinato periodo in una determinata azienda è univocamente interpretato come un incremento dell'investimento effettuato da quel fondo.

Un aspetto importante della metodologia scelta è stato l'approccio adottato per affrontare la questione della multinazionalità dei fondi. Ad esempio, sotto la Parent Company BlackRock, Inc., notiamo che sono presenti diversi fondi con regioni di provenienza diverse rispetto a quella della casa madre, che è americana. Per risolvere questo problema, abbiamo deciso di uniformare la regione di provenienza dei fondi a quella della Parent Company. In questo modo, possiamo attribuire ogni fondo alla regione di origine della società madre, fornendo una visione più chiara e uniforme della geografia dei fondi.

In primo luogo, i dati sono stati elaborati per identificare le tendenze generali negli investimenti dei fondi nelle aziende selezionate. In particolare, abbiamo esaminato la nazionalità dei fondi, la tipologia di fondo (ad esempio ETF piuttosto che *hedge fund*), e la relazione tra *insider* e fondi.

A volte i dati non sono disponibili con completezza. In particolare, per le aziende appartenenti al paniere FTSE Italia Small Cap, abbiamo riscontrato problemi con i dati riguardanti la percentuale di proprietà degli *insider* all'interno delle aziende.

Per garantire la validità e l'affidabilità dei risultati, abbiamo implementato diversi controlli di qualità dei dati e tecniche di verifica. Abbiamo confrontato a campione i dati forniti da FactSet con quelli forniti da altri *provider*, come Bloomberg e Refinitiv. Inoltre, abbiamo condotto una verifica specifica ogni volta che le posizioni dei fondi risultavano cambiare drasticamente da un periodo all'altro (ad esempio, aumenti di più del 100%) mettendo in dubbio l'affidabilità del dato.

La Tabella 2.1 riassume il quadro del campione di aziende analizzate nella ricerca.

Tabella 2.1
Campione di analisi

Indice	FTSE MIB	FTSE Italia Mid Cap	FTSE Italia Small Cap	TOTALE
Emittenti considerate al 30/6/2023:	40	60	98	198
- di cui già presenti al 30/6/2007:	30	31	59	120

Nel seguito riportiamo i risultati dell'analisi per i tre gruppi di imprese considerati.

Analisi dei dati: FTSE MIB

Partendo dalle *blue chips*, la Figura 2.1 mostra l'andamento nel tempo della percentuale media di proprietà dei soggetti *insider*. Si nota un aumento della separazione fra proprietà e controllo, con una percentuale che è passata da circa 46% a un massimo pari a 49% nel 2009 per poi progressivamente scendere intorno al 40%. Considerando solo le 30 emittenti sempre presenti nell'indice dal 30/6/2007 il valore finale è praticamente identico. I valori minimi sembrano essere stati toccati fra il 2016 e il 2017.

Se guardiamo al rapporto fra proprietà dei fondi di investimento e proprietà degli *insider* (Figura 2.2) vediamo che fino al 2013 il valore si mantiene in media costante attorno a 0,6 per poi crescere fino a metà 2018 a vantaggio dei fondi (addirittura si supera il valore 1); si registra poi una decrescita con il rapporto che si stabilizza negli ultimi anni intorno a 0,75 (0,8 per le imprese sempre presenti nell'indice).

La Figura 2.3 evidenzia i valori dei flussi trimestrali degli investimenti riferiti ai fondi; si notano due momenti particolarmente negativi, ovvero il primo trimestre 2013 (che segnò la fine del governo Monti e le elezioni anticipate) e il secondo trimestre del 2020 (con l'acuirsi della pandemia Covid). In generale per il campione stabile di 30 emittenti sempre presenti nel FTSE MIB, fra il 2013 e il 2018 si è registrato un ciclo molto positivo per l'attrazione di investimenti da parte dei fondi. Lo *stock* degli investimenti è aumentato di € 9 miliardi. Da quel momento il *trend* si è invertito con oltre € 2 miliardi persi e un momento di incertezza significativo nel 2022, probabilmente legato alla crisi geopolitica

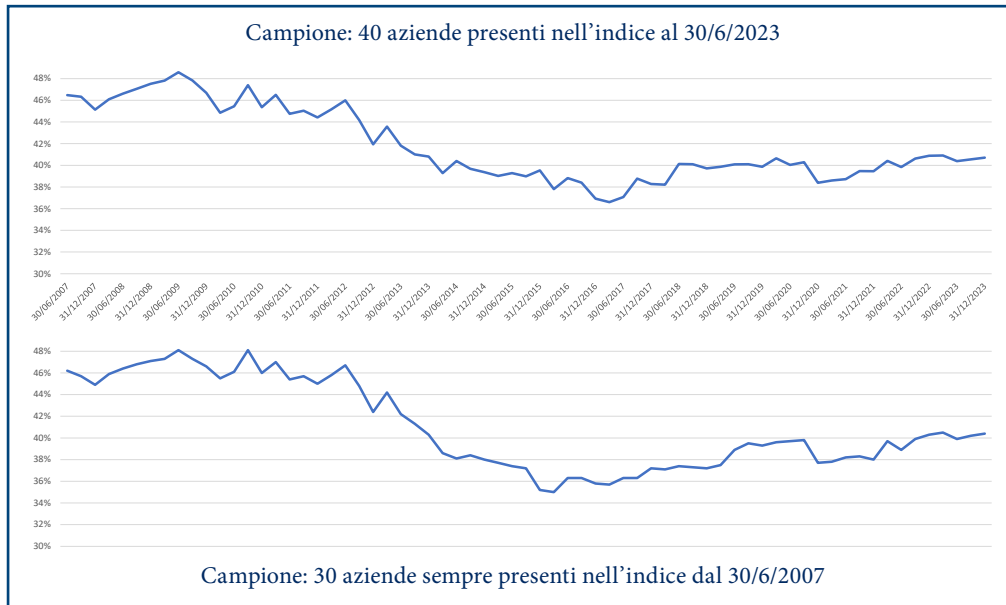


Figura 2.1
FTSE MIB: percentuale media di proprietà di soggetti *insider*.
Fonte: FactSet

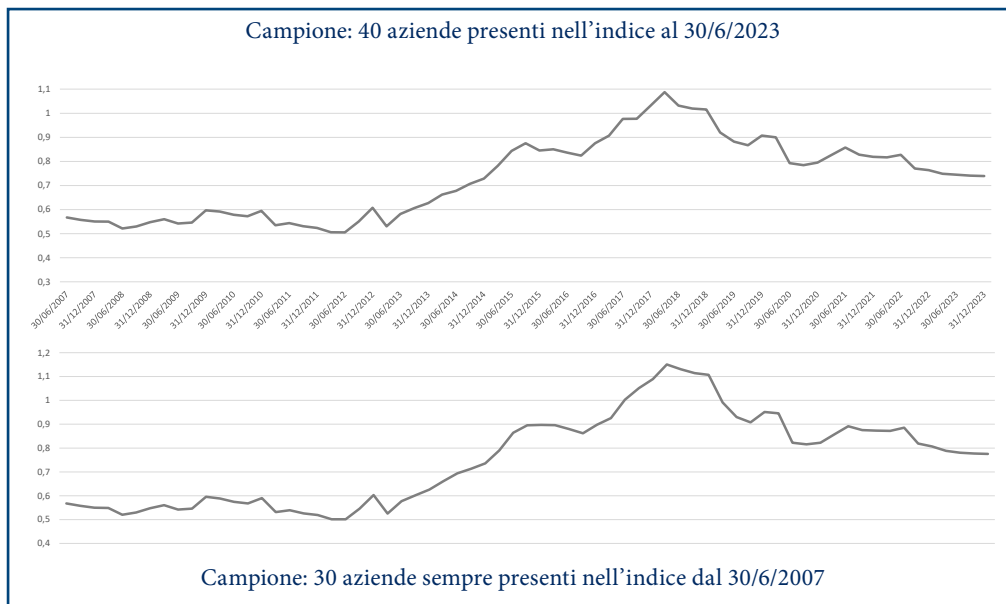


Figura 2.2
FTSE MIB: rapporto medio fra quota di proprietà dei fondi e quota dei soggetti *insider*.
Fonte: FactSet

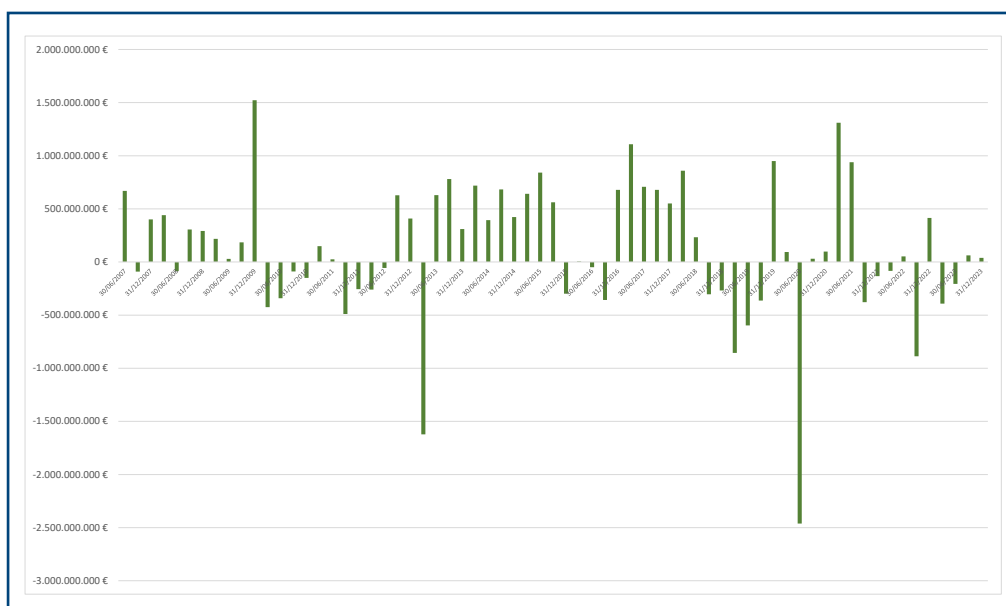
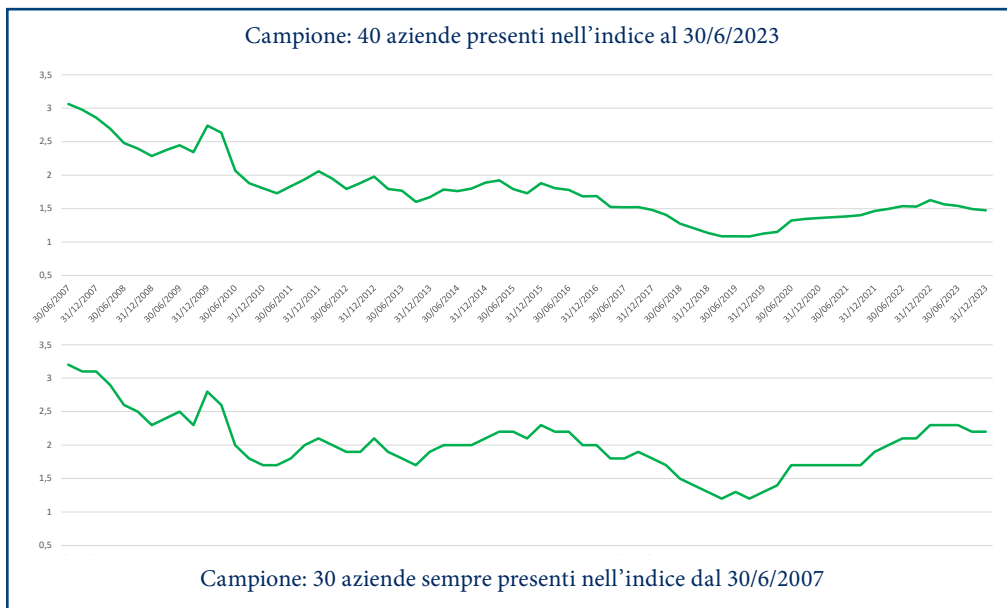


Figura 2.3
FTSE MIB: flussi di investimenti dei fondi per le 30 aziende sempre presenti nell'indice dal 30/6/2007.
Fonte: FactSet

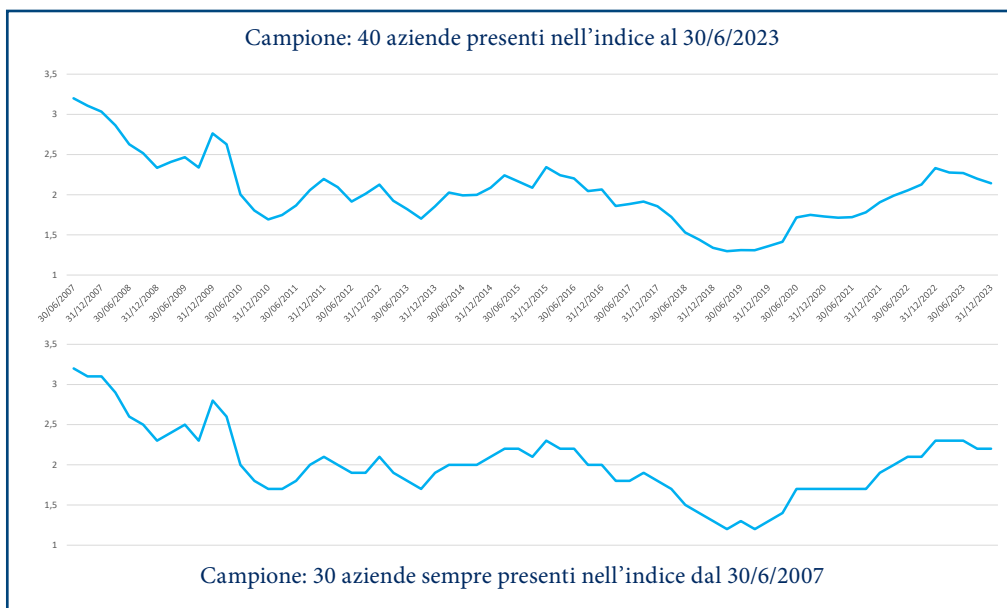
Figura 2.4
 FTSE MIB: rapporto
 medio fra quota di
 proprietà dei fondi
 europei e quota dei fondi
 nordamericani.
 Fonte: FactSet



e all'inflazione. Le dismissioni sono state più che compensate dal recupero degli *insider*. A questo punto è interessante andare a capire quale tipologia di fondi sia stata determinante per creare le dinamiche osservate. La Figura 2.4 mostra l'andamento del rapporto fra valore delle posizioni dei fondi localizzati in Europa rispetto ai fondi nordamericani: il *trend* è a favore degli investitori d'oltre-oceano, che nel 2019 hanno raggiunto uno *stock* di investimenti quasi uguale a quello dei fondi europei, ma dal 2020 si vede un cambio di rotta, con il recupero invece dei fondi europei. Dalla fine del 2022 c'è invece un piccolo recupero per i fondi nordamericani. La presenza dei fondi europei è più marcata nelle emittenti che hanno sempre fatto parte dell'indice nel corso del tempo.

La Figura 2.5 esclude dal conteggio i fondi 'passivi' (come gli ETF) per focalizzare solo sui fondi a gestione attiva³, che hanno maggiori gradi di libertà nelle scelte di *asset allocation*. È per questo tipo di fondi che l'attrattività di una piazza finanziaria può fare la differenza per attrarre capitali. Nel primo periodo considerato non si vedono particolari novità, dal momento che i fondi 'passivi' erano ancora poco diffusi. Dal 2011 si vede una certa stabilità, con valori del rapporto più elevati rispetto alla Figura 2.4; si deduce che una parte significativa degli investimenti arrivati dal Nord America si riferiva ai fondi 'passivi' dove questa industria è nata. Dal 2020 da questa area geografica è mancato soprattutto il contributo dei fondi a gestione attiva mentre gli ETF hanno solo parzialmente ridotto il *gap*.

Figura 2.5
 FTSE MIB: rapporto
 medio fra quota di
 proprietà dei fondi
 europei e quota dei fondi
 nordamericani, con
 riferimento ai soli fondi
 'attivi'.
 Fonte: FactSet



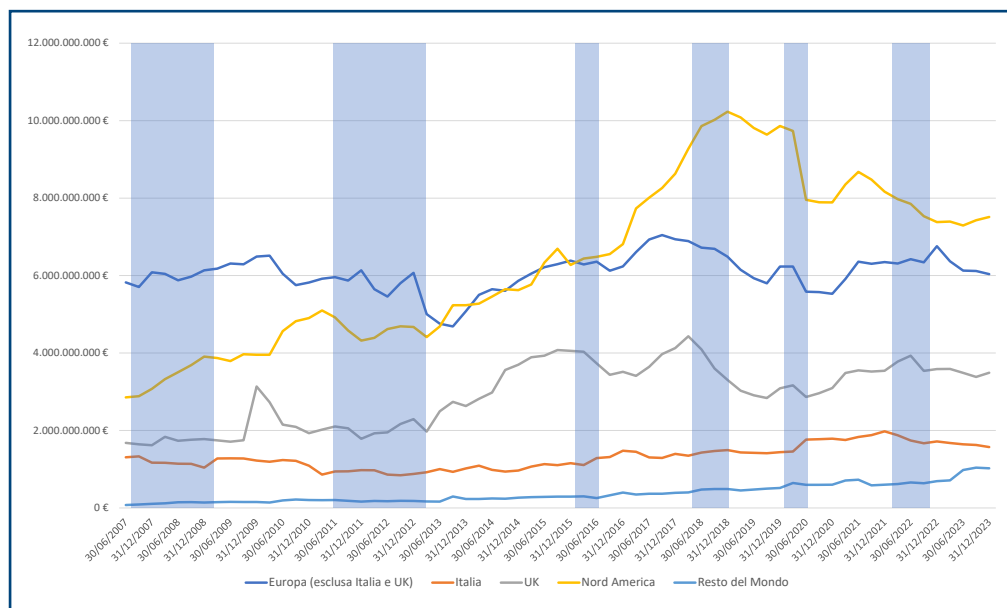


Figura 2.6

FTSE MIB: confronto fra valore aggregato degli investimenti dei fondi provenienti da alcuni Paesi per le 30 aziende sempre presenti nell'indice dal 30/6/2007. Sono evidenziati i periodi di maggiore volatilità per il mercato.

Fonte: FactSet

La Figura 2.6 differenzia invece fra le diverse aree geografiche, laddove i fondi sono localizzati. Per la presenza significativa di attori nell'*asset management*, Nord-America (soprattutto Stati Uniti) e Regno Unito sono bacini di investitori molto importanti per il FTSE MIB, cresciuti nel corso del tempo; si osserva che al contrario degli investitori nord-americani, i fondi britannici hanno mantenuto i loro *asset* negli ultimi anni. Per quanto riguarda i fondi italiani, dopo avere sfiorato la soglia di € 2 miliardi a fine 2021 si assiste ad un arretramento dal 2022 che lascia il nostro Paese al quarto posto nella graduatoria del FTSE MIB, tallonata dal Resto del Mondo, con Asia/Pacifico che oramai sfiorano il miliardo di euro. Gli altri paesi europei portano un contributo abbastanza stabile.

In Figura 2.6 sono evidenziati anche i periodi di maggiore '*stress*' del mercato azionario italiano, che potrebbero avere influenzato le strategie dei fondi; per individuarli, abbiamo analizzato il Composite Indicator of Systemic Stress Italy (CISS, si vedano Hollò *et al.*, 2012) confrontando il valore giornaliero con due *benchmark*: il valore medio del CISS Italy dei 30 giorni precedenti e il 75° percentile del CISS Italy dell'intero *dataset*. Se in un determinato giorno il CISS Italy supera il valore maggiore tra questi due *benchmark*, consideriamo quella giornata come potenzialmente parte di un periodo di crisi. Se tale condizione si verifica per una durata superiore ai 3 mesi, allora definiamo formalmente quel lasso di tempo come 'periodo di crisi'. Ulteriormente, per evitare frammentazione nella definizione dei periodi di crisi, abbiamo aggregato quei periodi che erano separati da intervalli brevi (meno di 1 mese) in cui il CISS non soddisfaceva il suddetto criterio. Questa procedura ci ha permesso di considerare come un unico periodo di crisi quegli intervalli temporali che, nonostante brevi fluttuazioni, presentavano in generale un profilo di *stress* elevato.

Applicando questi criteri, sono stati individuati 6 periodi di tensione:

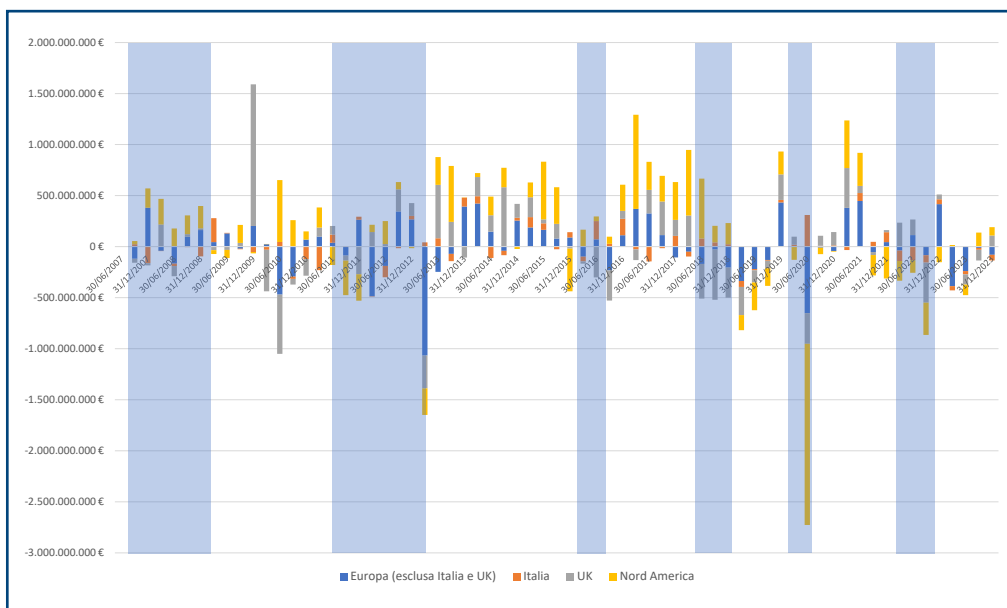
- la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime* negli USA propagatasi poi in tutti i mercati (luglio 2007-gennaio 2009);
- la crisi del debito sovrano e l'avvio del Governo Monti (giugno 2011-marzo 2013);
- la crisi delle banche popolari (gennaio 2016-luglio 2016);
- le elezioni politiche del 2018 e le vicende del Governo Conte I (maggio 2018-gennaio 2019);
- la pandemia Covid (febbraio 2020-giugno 2020);
- la guerra in Ucraina e le tensioni sui mercati dell'energia, con il balzo dell'inflazione e dei tassi di interesse (gennaio 2022-novembre 2022).

I comportamenti dei fondi sembrano diversi in ognuno degli eventi marcati, come conferma la Figura 2.7 che disaggrega i flussi di investimento trimestrali per localizzazione. La crisi finanziaria del 2008/2009 non sembra avere modificato *trend* esistenti. Le tensioni sul debito pubblico nel 2011 hanno frenato gli investimenti dai fondi americani e soprattutto dall'Europa. Le vicende sulle banche popolari e l'instabilità politica del 2018

Figura 2.7

FTSE MIB: flussi degli investimenti dei fondi provenienti da alcuni Paesi per le 30 aziende sempre presenti nell'indice dal 30/6/2007. Sono evidenziati i periodi di maggiore volatilità per il mercato.

Fonte: FactSet



hanno pesato sui fondi britannici ed europei. La pandemia Covid e la guerra in Ucraina sono state considerate negativamente dai fondi americani.

Per meglio apprezzare i dati descritti, la Tabella 2.2 riporta il peso attribuito ad ogni area geografica alla scadenza di ogni anno considerato nell'indagine.

Tabella 2.2

FTSE MIB: peso percentuale sul totale degli investimenti dei fondi relativo ad ogni area geografica considerata.

Fonte: FactSet

	Italia	Europa (esclusa Italia e UK)	UK	Nord America (fondi 'attivi')	Nord America (fondi 'passivi')	Resto del Mondo
31/12/2007	10%	50%	13%	23%	3%	1%
31/12/2008	8%	47%	14%	27%	3%	1%
31/12/2009	8%	43%	21%	23%	3%	1%
31/12/2010	8%	42%	14%	32%	3%	1%
31/12/2011	7%	46%	13%	28%	4%	1%
31/12/2012	6%	43%	16%	28%	5%	1%
31/12/2013	7%	36%	19%	30%	7%	2%
31/12/2014	6%	36%	23%	27%	7%	2%
31/12/2015	6%	35%	22%	27%	8%	2%
31/12/2016	8%	34%	19%	28%	9%	2%
31/12/2017	6%	32%	19%	30%	10%	2%
31/12/2018	7%	29%	15%	35%	11%	2%
31/12/2019	7%	29%	15%	35%	12%	2%
31/12/2020	9%	29%	16%	30%	12%	3%
31/12/2021	10%	31%	17%	27%	13%	3%
31/12/2022	9%	34%	18%	23%	14%	3%
31/12/2023	8%	31%	18%	23%	15%	5%

I risultati evidenziati nelle righe precedenti sono confermati. L'Italia è sostanzialmente stabile dal 2018 (a valle dell'introduzione dei fondi PIR) ma rimane comunque minoritaria. Il Regno Unito ha registrato un punto di massimo nel 2014 perdendo quota ma stabilizzandosi dal 2022. Gli altri Paesi europei arretrano segnando un punto di minimo nel 2019. Dal Nord America si vede un ottimo contributo nel 2018 e nel 2019, con un calo di interesse successivo, mentre cresce in maniera progressiva il peso degli ETF che ormai nel Nord America si stanno avvicinando alla soglia degli investimenti dei fondi 'attivi'. Tutti gli altri Paesi crescono negli ultimi tempi ma mantenendo un ruolo marginale (anche se nel 2023 raggiungono il 5%).

Quindi abbiamo suddiviso lo *stock* di investimenti nel tempo in funzione della tipologia del fondo, distinguendo fra fondi a gestione attiva e passiva (ETF). FactSet riporta i dati

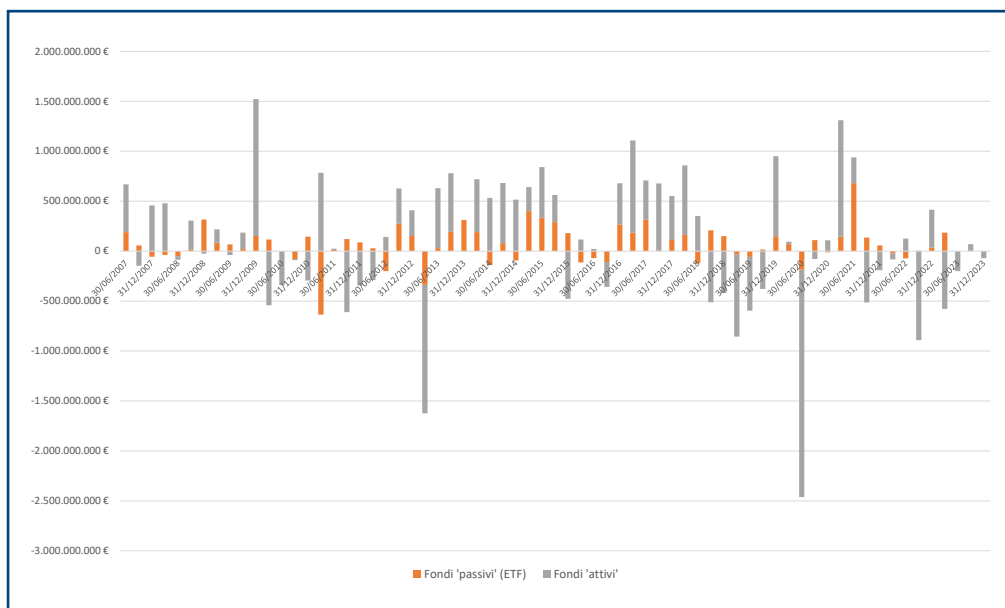


Figura 2.8
 FTSE MIB: flussi degli investimenti dei fondi ‘attivi’ e ‘passivi’ (ETF) per le 30 aziende sempre presenti nell’indice dal 30/6/2007.
 Fonte: FactSet

sulle posizioni dei fondi e del sottogruppo Mutual Fund in modo separato. Per individuare gli ETF, ci siamo riferiti alla sezione ‘Mutual Fund’ e abbiamo cercato sotto la voce ‘Investor Type’ presente nelle caratteristiche dei fondi. Abbiamo poi aggregato questi dati per ogni periodo per trovare la posizione dei fondi ETF all’interno delle aziende appartenenti all’indice preso in considerazione in ogni periodo.

La Figura 2.8 descrive il flusso di incremento e decremento dello *stock* di investimenti nel FTSE MIB nel corso del tempo. Balza all’occhio la crescita consistente degli ETF in particolare dal 2013; hanno superato nel 2023 la soglia di € 5 miliardi investiti e rappresentano ormai più di un quarto degli investimenti dei fondi (nel 2017 valevano solo il 7% del mercato). Tutti gli altri prodotti a gestione attiva (compresi fondi *hedge*, fondi pensione e fondi Sovrani) hanno raggiunto un massimo nel primo trimestre 2018 ma da lì in avanti si registra un *trend* sfavorevole.

Anche in questo caso, per meglio apprezzare le statistiche della Figura 2.8, la Tabella 2.3 riporta il peso delle due categorie di fondi sul totale degli investimenti, alla fine di ogni anno. I fondi ‘passivi’ sembrano avere registrato un incremento consistente nel 2015 e nel 2021; a fine 2023 sono arrivati al 26% come quota di mercato.

Tipologia di fondo	Fondi a gestione ‘attiva’	Fondi a gestione ‘passiva’ (ETF)
31/12/2007	93%	7%
31/12/2008	92%	8%
31/12/2009	91%	9%
31/12/2010	92%	8%
31/12/2011	92%	8%
31/12/2012	91%	9%
31/12/2013	89%	11%
31/12/2014	90%	10%
31/12/2015	84%	16%
31/12/2016	85%	15%
31/12/2017	84%	16%
31/12/2018	83%	17%
31/12/2019	81%	19%
31/12/2020	80%	20%
31/12/2021	76%	24%
31/12/2022	76%	24%
31/12/2023	74%	26%

Tabella 2.3
 FTSE MIB: peso percentuale sul totale degli investimenti dei fondi a gestione ‘attiva’ rispetto ai fondi ‘passivi’ (ETF).
 Fonte: FactSet

Infine abbiamo rintracciato gli investitori principali sul FTSE MIB nel corso del periodo considerato. La Tabella 2.4 riporta la graduatoria dei principali investitori riportata da Factset, ordinati in funzione dell'ultimo dato disponibile; si ha modo di osservare anche le variazioni nel corso del periodo scelto nonché la posizione media.

È indiscutibile la prevalenza di investitori 'passivi': Blackrock è in cima alla classifica in tutto il periodo; sommando il contributo della casa madre e di Blackrock Financial Markets siamo su una media che sfiora € 2 miliardi di controvalore, ovvero l'11% dell'investimento complessivo dei fondi nel FTSE MIB. Al secondo posto troviamo Vanguard, pioniere nel mercato degli ETF, arrivato ad una quota dell'11%, che ha superato il Fondo sovrano della Norvegia e SAS Rue La Boetie (ovvero il gruppo Crédit Agricole/Amundi). Seguono Dimensional Holdings (specializzato in ETF) e un'altra casa francese: BPCE (Banque Populaire, Caisse d'Épargne e Natixis). Fra i fondi nazionali il primo *player* sul FTSE MIB è Intesa Sanpaolo.

La concentrazione del mercato è rimasta abbastanza stabile nel corso del tempo; secondo il dato più recente, le prime 20 case detengono il 61% del totale attribuito ai fondi sul FTSE MIB, ma i primi tre *player* arrivano al 30%.

Tabella 2.4

Principali investitori nei titoli dell'indice FTSE MIB, dal 2007 al 2023. Fra parentesi sono indicati i pesi rispetto al totale degli investimenti dei fondi.
Fonte: FactSet

(*) = comprende Crédit Agricole e Amundi

Investitore	31/12/2023	31/12/2016	30/6/2010	Media periodo
BlackRock, Inc.	€ 2.562 mln (12%)	€ 2.362 mln (12%)	€ 2.034 mln (14%)	€ 1.971 mln (11%)
The Vanguard Group, Inc.	€ 2.301 mln (11%)	€ 1.107 mln (6%)	€ 261 mln (2%)	€ 933 mln (5%)
Government of Norway	€ 1.473 mln (7%)	€ 1.387 mln (7%)	€ 775 mln (5%)	€ 1.097 mln (6%)
SAS R. la Boetie (*)	€ 1.018 mln (5%)	€ 576 mln (3%)	€ 909 mln (6%)	€ 752 mln (4%)
Dimensional Holdings, Inc.	€ 638 mln (3%)	€ 227 mln (1%)	€ 75 mln (1%)	€ 257 mln (1%)
BPCE SA	€ 634 mln (3%)	€ 921 mln (5%)	€ 178 mln (2%)	€ 627 mln (4%)
UBS Group AG	€ 439 mln (2%)	€ 275 mln (1%)	€ 162 mln (1%)	€ 272 mln (1%)
State Street Corp.	€ 403 mln (2%)	€ 208 mln (1%)	€ 147 mln (1%)	€ 196 mln (1%)
Deutsche Bank AG	€ 403 mln (2%)	€ 277 mln (1%)	€ 354 mln (2%)	€ 322 mln (2%)
Lazard Ltd.	€ 371 mln (2%)	€ 350 mln (2%)	€ 43 mln (<1%)	€ 207 mln (1%)
Allianz SE	€ 333 mln (2%)	€ 148 mln (1%)	€ 229 mln (2%)	€ 205 mln (1%)
Geode Holdings Trust	€ 333 mln (2%)	€ 84 mln (<1%)	€ 34 mln (<1%)	€ 117 mln (1%)
Intesa Sanpaolo SpA	€ 332 mln (2%)	€ 419 mln (2%)	€ 398 mln (3%)	€ 364 mln (2%)
Banca Mediolanum	€ 317 mln (2%)	€ 175 mln (1%)	€ 74 mln (1%)	€ 157 mln (1%)
BNP Paribas SA	€ 262 mln (1%)	€ 358 mln (2%)	€ 307 mln (2%)	€ 297 mln (2%)
Schroders Plc	€ 238 mln (1%)	€ 355 mln (2%)	€ 126 mln (1%)	€ 253 mln (1%)
JPMorgan Chase & Co.	€ 229 mln (1%)	€ 498 mln (1%)	€ 97 mln (1%)	€ 256 mln (1%)
Sun Life Financial Inc.	€ 221 mln (1%)	€ 165 mln (1%)	€ 10 mln (<1%)	€ 113 mln (1%)
The Charles Schwab Corp.	€ 218 mln (1%)	€ 56 mln (<1%)	€ 9 mln (<1%)	€ 69 mln (<1%)
Cassa Naz. P. A. Ingegneri	€ 203 mln (1%)	€ 26 mln (<1%)	-	€ 51 mln (<1%)
TOTALE primi 20 investitori	€ 12.938 mln (61%)	€ 10.485 mln (51%)	€ 8.527 mln (60%)	€ 9.074 mln (58%)

FTSE MIB: *focus* sugli ultimi 6 anni

È opportuno dedicare uno sguardo specifico agli ultimi 6 anni considerati. Con la Legge di Bilancio del 2017 sono stati introdotti in Italia i PIR (Piani Individuali di Risparmio); è stato un punto di svolta per l'industria del risparmio gestito in Italia e quindi vale la pena riservare un'analisi di dettaglio sull'evoluzione del mercato negli ultimi 6 anni.

Sulla base dei dati mostrati nelle pagine precedenti, si possono evidenziare questi trend:

- 1) un valore degli *holding* abbastanza stabile da parte degli *insider*;
- 2) scende invece lo *stock* di investimenti dei fondi, soprattutto quelli a gestione attiva, mentre guadagnano terreno gli ETF;
- 3) i fondi americani hanno alleggerito le posizioni, soprattutto nel periodo della pandemia Covid;
- 4) fino al 2021 crescono gli investimenti dei fondi italiani, che poi si assestano.

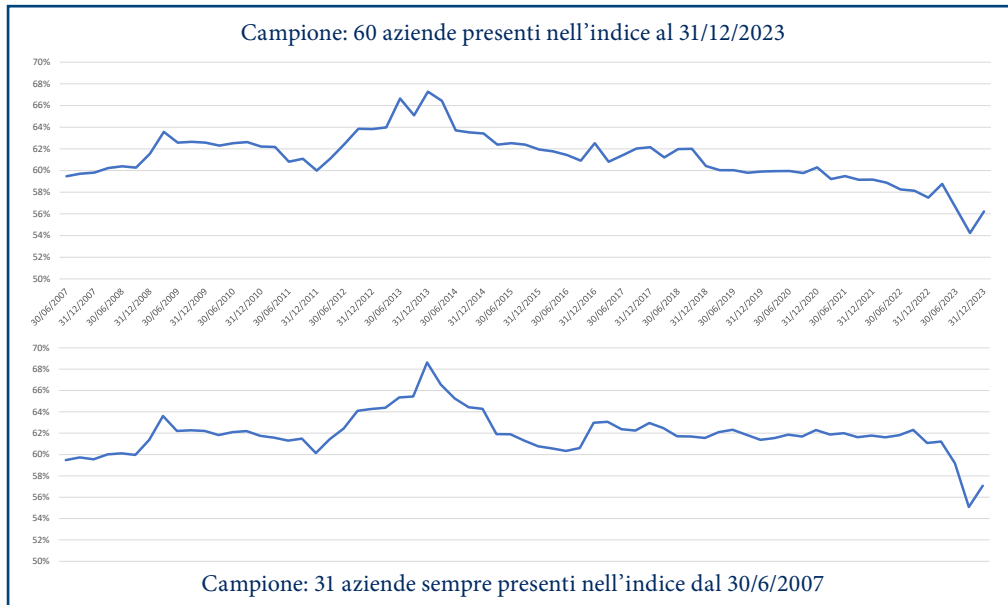


Figura 2.9
FTSE Italia Mid Cap:
percentuale media di
proprietà dei soggetti
insider.
Fonte: FactSet

Analisi dei dati: FTSE Italia Mid Cap

Passiamo ora all'indice delle imprese a media capitalizzazione. Come specificato, il campione è composto da 60 aziende presenti nell'indice al 30/6/2023, ma solo 31 di queste hanno fatto parte del paniere con continuità dal 30/6/2007.

La Figura 2.9 riporta l'evoluzione della quota di proprietà degli *insider*, che risulta maggiore e più stabile rispetto a quella del FTSE MIB mantenendosi ampiamente sopra la maggioranza assoluta del 50%. La quota dei fondi censiti da Factset rispetto a quella degli *insider* (Figura 2.10) evidenzia un valore più contenuto rispetto alle *blue chips*, che fino al 2013 tende lievemente a scendere per poi recuperare e riportarsi intorno al valore 0,3. Diversamente dal FTSE MIB, gli *insider* hanno conservato la loro presenza mantenendo un flottante in Borsa più contenuto e i fondi detengono una posizione relativa stabile, soprattutto dall'anno 2014 in avanti. È una situazione coerente con la tipologia delle aziende dell'indice, tipicamente a controllo familiare e con una visione di lungo periodo. La Figura 2.11 ci fa vedere il flusso trimestrale in incremento o decremento per il capitale investito dai fondi nelle 31 aziende che hanno sempre fatto parte dell'indice FTSE Italia Mid Cap. Si vede un flusso molto negativo nel secondo trimestre del 2010 (legato al disinvestimento di alcuni fondi come Blackrock da Mediaset, oggi MFE) e nel primo trimestre del 2022 (guerra fra Russia e Ucraina).

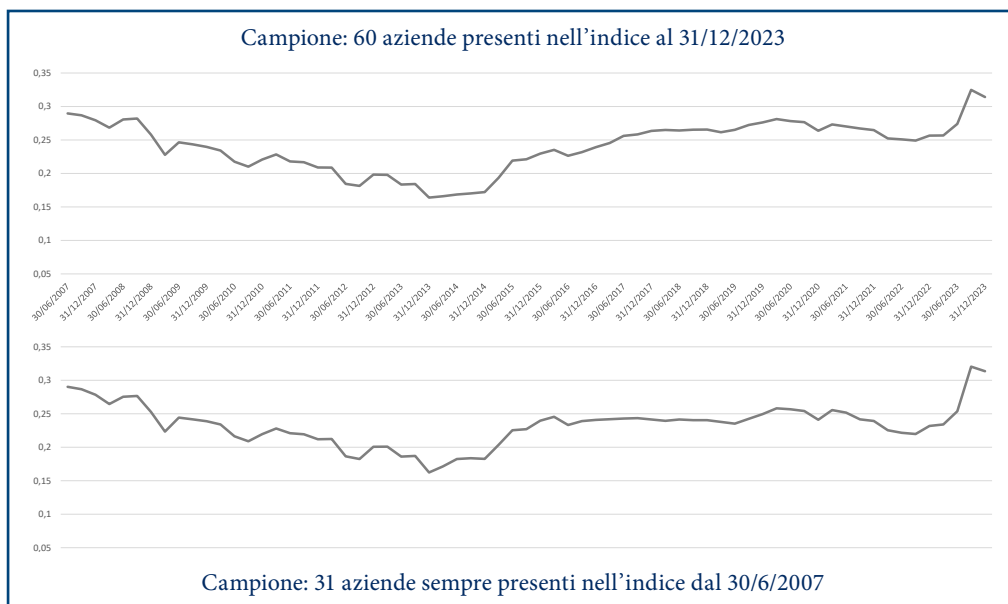


Figura 2.10
FTSE Italia Mid Cap:
rapporto medio fra quota
di proprietà dei fondi e
quota dei soggetti *insider*.
Fonte: FactSet

Figura 2.11

FTSE Italia Mid Cap:
flusso degli investimenti
dei fondi per le 31
aziende sempre presenti
nell'indice dal 30/6/2007.
Fonte: FactSet

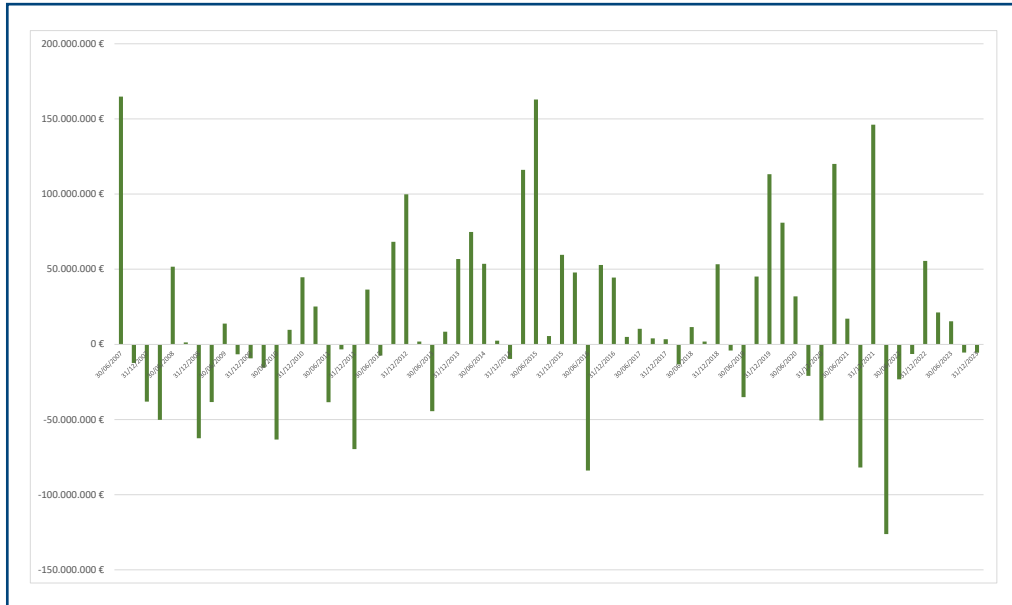


Figura 2.12

FTSE Italia Mid Cap:
rapporto medio fra quota
di proprietà dei fondi
europei e quota dei fondi
nordamericani.
Fonte: FactSet

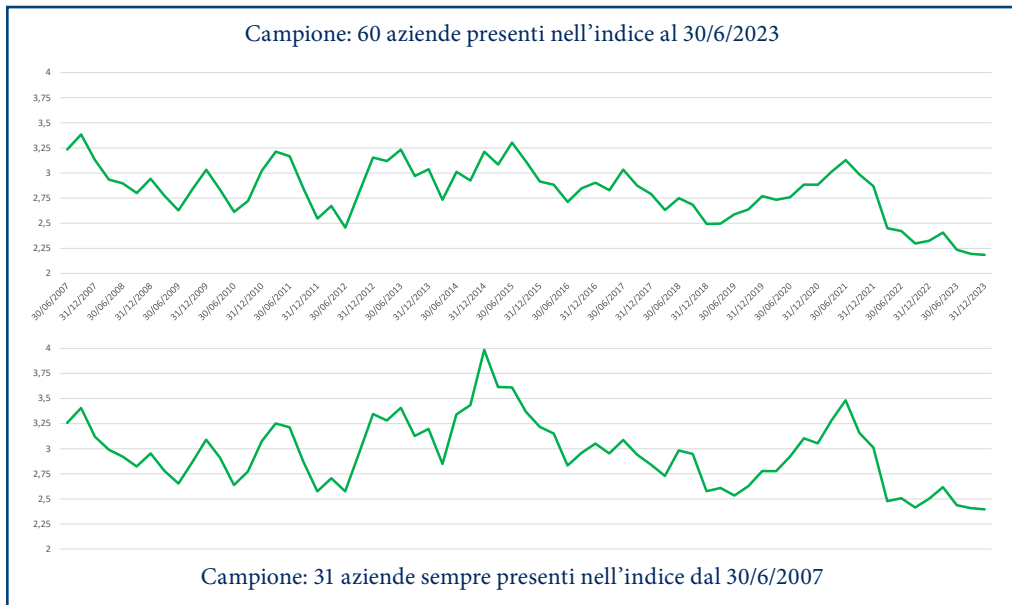
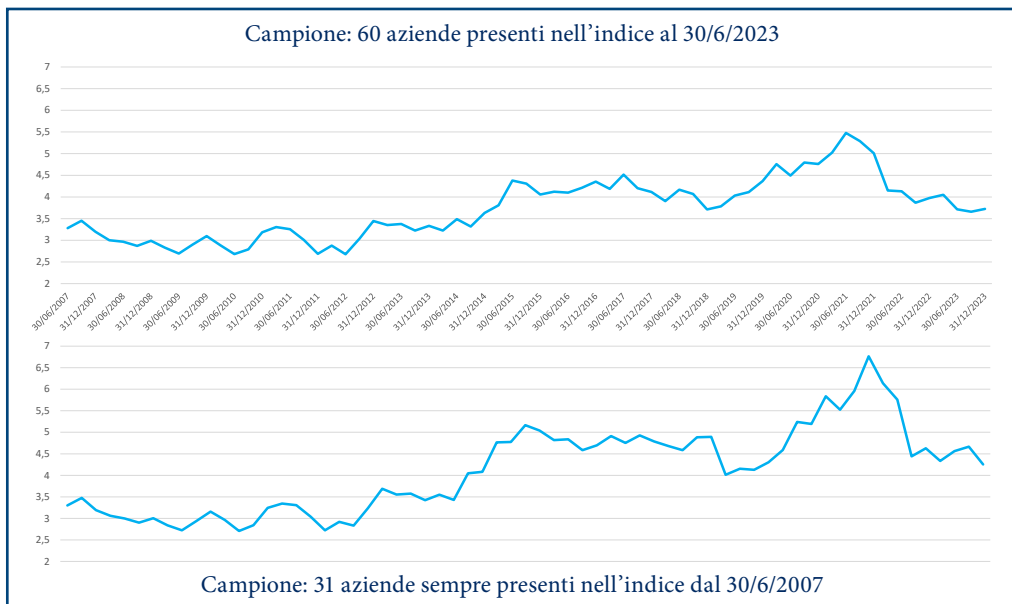


Figura 2.13

FTSE Italia Mid Cap:
rapporto medio fra quota
di proprietà dei fondi
europei e quota dei fondi
nordamericani, con
riferimento ai soli fondi
'attivi'.
Fonte: FactSet



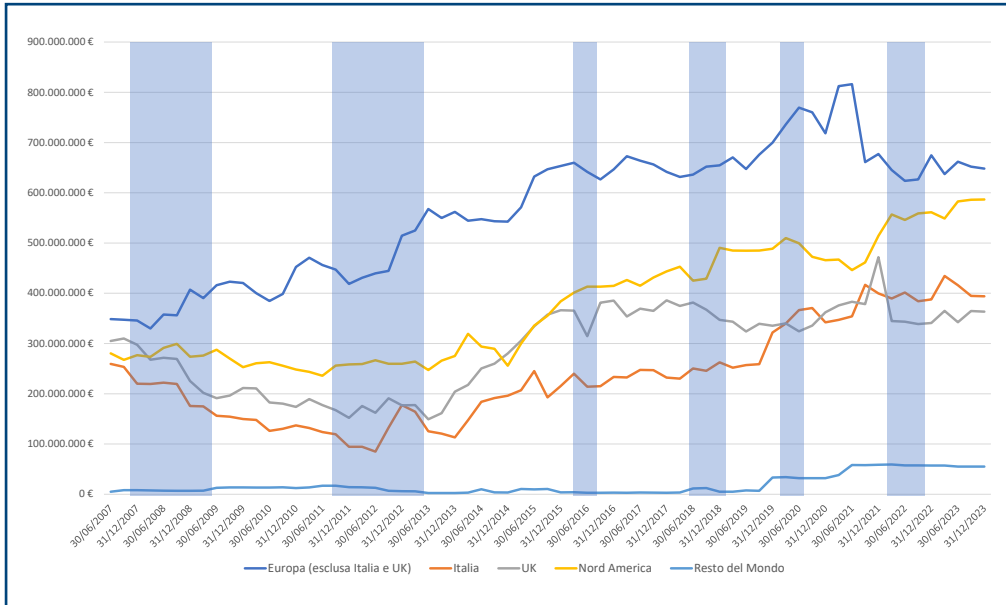


Figura 2.14
FTSE Italia Mid Cap: confronto fra valore aggregato degli investimenti dei fondi provenienti da alcuni Paesi per le 31 aziende sempre presenti nell'indice dal 30/6/2007. Sono evidenziati i periodi di maggiore volatilità per il mercato.
Fonte: FactSet

La Figura 2.12 evidenzia che il rapporto fra presenza dei fondi europei rispetto a quelli americani nel FTSE Italia Mid Cap è variato nel corso del tempo ma senza un *trend* dominante nel primo periodo. I fondi europei raggiungono un massimo relativo a fine 2014/ inizio 2015 mentre da fine 2021 hanno perso terreno a favore di quelli nordamericani. Se consideriamo solo i fondi 'attivi' (Figura 2.13) si vede un progressivo incremento della quota dei fondi europei fino a giugno 2021 mentre negli ultimi trimestri il rapporto è tornato intorno a quota 4x, a testimoniare il buon afflusso anche dai fondi attivi di oltre-oceano.

In effetti le Figure 2.14 e 2.15 (che riguardano rispettivamente il valore assoluto e il flusso degli investimenti suddiviso per area geografica) mostrano che i fondi nordamericani nel complesso tendono ad incrementare il proprio investimento a partire dal 2015. I fondi UK sembrano essere più impattati da periodi di incertezza rispetto a quelli nordamericani, anche se hanno registrato una buona crescita fra il 2013 e il 2015, superando addirittura per qualche mese il Nord America. I fondi italiani sono stati in calo costante fino a metà 2012, per poi iniziare un *trend* positivo fino a metà 2021; da lì in avanti si registra una certa stabilità. Gli altri fondi europei sono stati di gran lunga i primi investitori (mentre nel FTSE MIB sono stati superati dai fondi americani) crescendo fino al picco del giugno 2021, poi è iniziato un ciclo meno ottimistico. Anche nel FTSE MID CAP stanno assumendo una posizione piccola ma crescente i fondi asiatici.

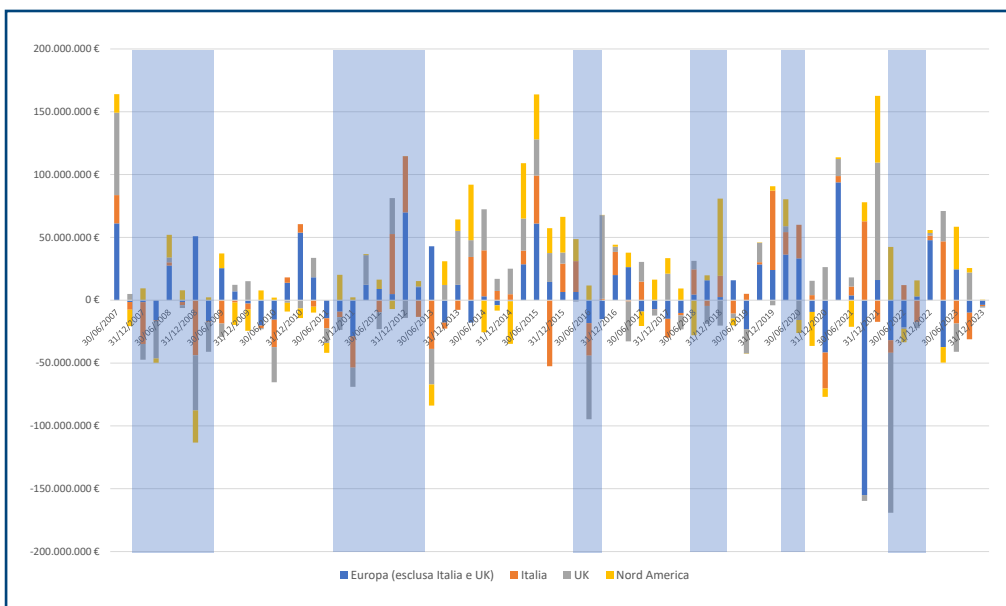


Figura 2.15
FTSE Italia Mid Cap: flussi degli investimenti dei fondi provenienti da alcuni Paesi per le 31 aziende sempre presenti nell'indice dal 30/6/2007. Sono evidenziati i periodi di maggiore volatilità per il mercato.
Fonte: FactSet

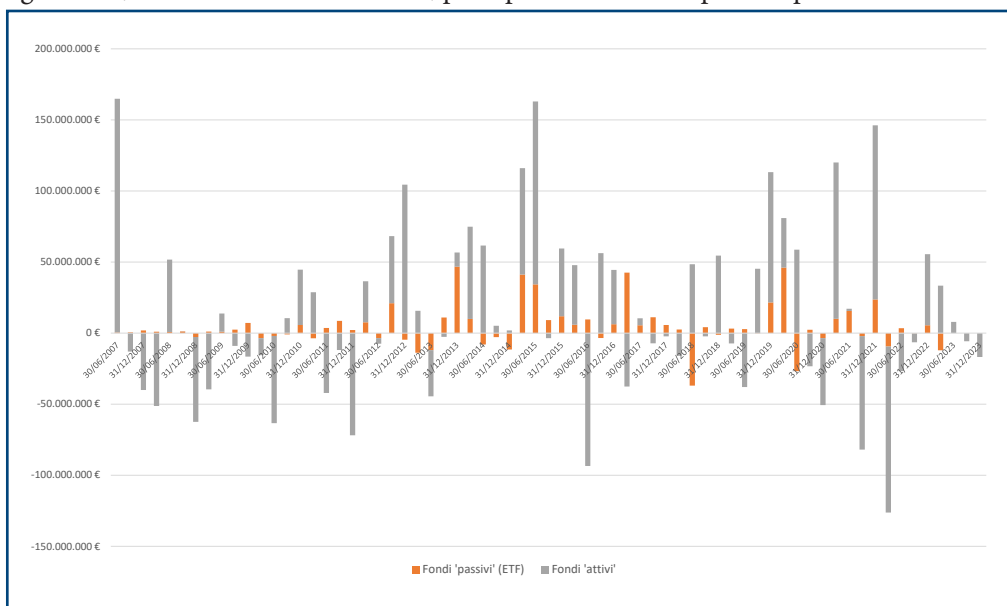
La Tabella 2.5 descrive l'andamento nel tempo del 'peso' delle diverse aree geografiche sull'indice delle Mid Cap. Vediamo una sostanziale conferma dei *trend* individuati: l'Italia recupera negli ultimi anni, grazie anche probabilmente all'apporto dei PIR, e rimane stabilmente sopra i livelli post-crisi 2008. Gli altri Paesi europei dal 2014 perdono quote di mercato a vantaggio del Nord America, dove però la parte più significativa del contributo arriva dagli ETF mentre i fondi attivi mantengono le posizioni; il Regno Unito è stabile ma mostra segnali di debolezza nell'ultimo biennio. Il Resto del Mondo è arrivato a conquistarsi a fine 2023 una quota relativa del 3% grazie soprattutto al contributo dell'area Pacific.

Tabella 2.5
FTSE Italia Mid Cap: peso percentuale sul totale degli investimenti dei fondi relativo ad ogni area geografica considerata.
Fonte: FactSet

	Italia	Europa (esclusa Italia e UK)	UK	Nord America (fondi 'attivi')	Nord America (fondi 'passivi')	Resto del Mondo
31/12/2007	19%	30%	26%	23%	1%	1%
31/12/2008	16%	37%	21%	23%	2%	1%
31/12/2009	15%	40%	20%	22%	2%	1%
31/12/2010	13%	44%	18%	22%	2%	1%
31/12/2011	10%	45%	16%	25%	3%	1%
31/12/2012	15%	45%	16%	20%	3%	1%
31/12/2013	10%	49%	17%	21%	3%	1%
31/12/2014	15%	42%	22%	17%	3%	1%
31/12/2015	13%	40%	23%	18%	4%	1%
31/12/2016	14%	38%	23%	19%	5%	1%
31/12/2017	14%	38%	23%	19%	5%	1%
31/12/2018	15%	37%	20%	22%	5%	1%
31/12/2019	17%	37%	18%	21%	5%	2%
31/12/2020	18%	37%	19%	19%	5%	2%
31/12/2021	19%	32%	22%	19%	5%	3%
31/12/2022	19%	33%	17%	22%	6%	3%
31/12/2023	19%	32%	17%	23%	6%	3%

La Tabella 2.6 conferma che anche nel segmento Mid Cap è cresciuto il ruolo degli ETF (vicini a toccare € 500 milioni di investimenti nel 2023, partendo praticamente da zero nel 2007). Per i fondi 'attivi' il contributo è stabile da inizio a fine periodo, con alcune ciclicità che hanno generato un punto di minimo a metà 2012 e un punto di massimo a marzo 2016. I fondi 'passivi' hanno praticamente eroso un punto percentuale degli investimenti ogni anno, arrivando nel 2023 al 16%, poco più della metà rispetto al peso sul FTSE MIB.

Figura 2.16
FTSE Italia Mid Cap: flussi degli investimenti dei fondi 'attivi' e 'passivi' (ETF) per le 31 aziende sempre presenti nell'indice dal 30/6/2007.
Fonte: FactSet



Tipologia di fondo	Fondi a gestione 'attiva'	Fondi a gestione 'passiva' (ETF)
31/12/2007	>99%	<1%
31/12/2008	99%	1%
31/12/2009	98%	2%
31/12/2010	98%	2%
31/12/2011	97%	3%
31/12/2012	96%	4%
31/12/2013	93%	7%
31/12/2014	96%	5%
31/12/2015	91%	9%
31/12/2016	90%	10%
31/12/2017	87%	13%
31/12/2018	88%	12%
31/12/2019	87%	13%
31/12/2020	87%	13%
31/12/2021	86%	14%
31/12/2022	85%	15%
31/12/2023	84%	16%

Tabella 2.6

FTSE Italia Mid Cap: peso percentuale sul totale degli investimenti dei fondi a gestione 'attiva' rispetto ai fondi 'passivi' (ETF).
Fonte: FactSet

La Figura 2.16 mette in luce i flussi trimestrali di incremento di investimento per le due tipologie di fondi.

Per quanto riguarda gli investitori principali sul FTSE Italia Mid Cap, la Tabella 2.7 riporta la graduatoria dei principali *player* riportata da Factset. È interessante vedere che dai dati più recenti il primo investitore è una casa spagnola, Cobas Asset Management, seguita dai fondi 'passivi' di Vanguard e dal primo investitore italiano, il gruppo Intesa Sanpaolo. Il fondo sovrano della Norvegia scende al quinto posto. La concentrazione degli attivi sembra essere aumentata nel corso del tempo; secondo il dato più recente i primi 20 investitori totalizzano il 67%.

Investitore	31/12/2023	31/12/2016	30/6/2010	Media periodo
Santa Comba Gestion SL (*)	€ 248 mln (8%)	-	-	€ 54 mln (3%)
The Vanguard Group, Inc.	€ 238 mln (8%)	€ 116 mln (5%)	€ 3 mln (<1%)	€ 88 mln (4%)
Intesa Sanpaolo SpA	€ 210 mln (7%)	€ 97 mln (4%)	€ 42 mln (4%)	€ 86 mln (5%)
Lindsell Train Ltd.	€ 201 mln (7%)	€ 137 mln (6%)	-	€ 85 mln (4%)
Government of Norway	€ 180 mln (6%)	€ 203 mln (9%)	€ 57 mln (6%)	€ 149 mln (5%)
Dimensional Holdings, Inc.	€ 139 mln (5%)	€ 85 mln (4%)	€ 19 mln (2%)	€ 78 mln (4%)
BlackRock, Inc.	€ 136 mln (4%)	€ 92 mln (4%)	€ 48 mln (5%)	€ 73 mln (4%)
Banca Mediolanum SpA	€ 100 mln (3%)	€ 29 mln (1%)	€ 3 mln (<1%)	€ 33 mln (2%)
BPER Banca SpA / Arca Fondi	€ 77 mln (2%)	€ 18 mln (1%)	€ 6 mln (1%)	€ 33 mln (2%)
SAS Rue la Boetie (**)	€ 71 mln (2%)	€ 31 mln (1%)	€ 12 mln (1%)	€ 47 mln (2%)
BDL Capital Management SAS	€ 62 mln (2%)	€ 7 mln (<1%)	-	€ 17 mln (1%)
Southeastern Asset Manag., Inc.	€ 61 mln (2%)	-	-	€ 7 mln (<1%)
Azimut Holding SpA	€ 58 mln (2%)	€ 43 mln (2%)	€ 14 mln (1%)	€ 37 mln (1%)
The Capital Group Cos., Inc.	€ 52 mln (2%)	€ 10 mln (<1%)	€ 23 mln (2%)	€ 23 mln (1%)
Platinum Asset Manag. Ltd.	€ 47 mln (2%)	-	€ 4 mln (<1%)	€ 13 mln (1%)
JPMorgan Chase & Co.	€ 40 mln (1%)	€ 67 mln (3%)	€ 19 mln (2%)	€ 30 mln (2%)
Anima Holding	€ 38 mln (1%)	€ 26 mln (1%)	€ 27 mln (3%)	€ 38 mln (2%)
American Century Cos. Ltd.	€ 39 mln (1%)	€ 0,5 mln (<1%)	€ 0,2 mln (<1%)	€ 5 mln (<1%)
Assicurazioni Generali SpA	€ 33 mln (1%)	€ 23 mln (1%)	€ 5 mln (<1%)	€ 20 mln (1%)
Janus Henderson Group Plc	€ 33 mln (1%)	€ 17 mln (1%)	€ 4 mln (<1%)	€ 19 mln (1%)
TOTALE primi 20 investitori	€ 2.062 mln (67%)	€ 1.577 mln (60%)	€ 690 mln (57%)	€ 1.158 mln (56%)

Tabella 2.7

Principali investitori nei titoli dell'indice FTSE Italia Mid Cap, dal 2007 al 2023. Fra parentesi sono indicati i pesi rispetto al totale degli investimenti dei fondi. Fonte: FactSet

(*) = Cobas Asset Management

(**) = comprende Crédit Agricole e Amundi

FTSE Italia Mid Cap: *focus* sugli ultimi 6 anni

Per evidenziare il *trend* degli ultimi 6 anni che caratterizza le Mid Cap, potremmo affermare che:

- 1) la quota media detenuta dai soggetti controllanti si mantiene stabile sopra il 50%;
- 2) lo *stock* totale investito dai fondi tracciati da Factset è stabile intorno a € 2 miliardi;
- 3) i fondi americani si sono leggermente rafforzati a discapito di quelli europei, con un progresso dei fondi attivi ma soprattutto passivi;
- 4) anche grazie all'effetto dei PIR, i fondi italiani hanno incrementato la loro quota fino al 19% (nel 2017 era il 14%) superando il Regno Unito e l'hanno mantenuta stabile fino al 2022;
- 5) gli ETF continuano a guadagnare terreno e sono arrivati al 16% del totale dei fondi.

Analisi dei dati: FTSE Italia Small Cap

Infine esaminiamo l'universo dei titoli presenti alla data del 30/6/2023 nel FTSE Italia Small Cap. Si tratta di 98 emittenti, di cui 59 hanno sempre fatto parte del paniere negli ultimi 15 anni. Premettiamo che per le società di bassa capitalizzazione ci aspettiamo una presenza dei fondi molto meno consistente, soprattutto di quelli esteri. In effetti i numeri dei fondi tracciati da Factset evidenziano un progressivo disimpegno con valori degli *holding* che oscillano nell'ultimo decennio fra € 226 milioni e € 473 milioni. La media del 2023 è intorno a € 444 milioni.

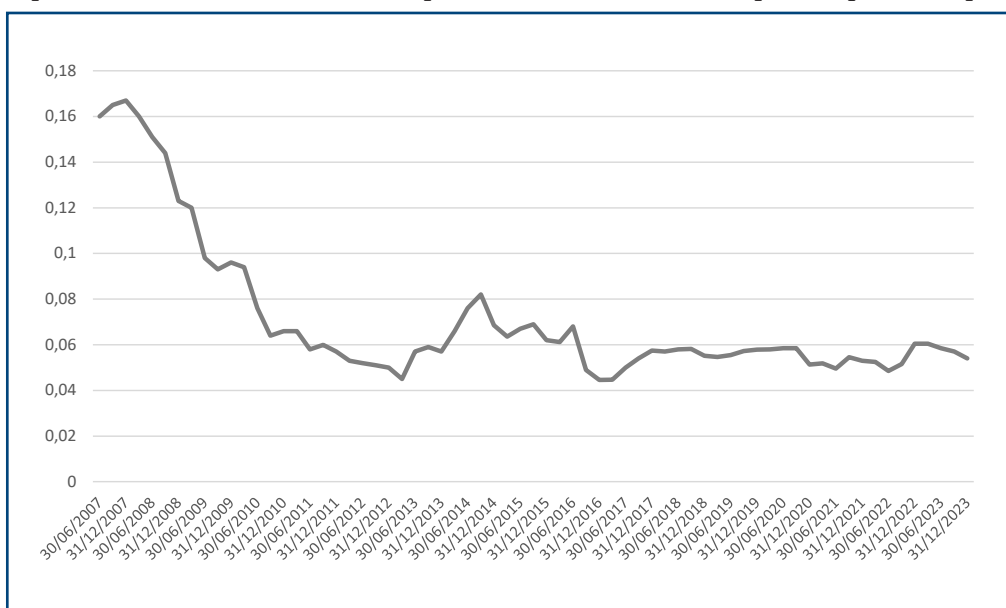
La Figura 2.17 mostra il rapporto fra investimenti degli *insider* e dei fondi, ovviamente molto sbilanciato a favore dei primi. Si osserva un rapporto stagnante negli ultimi 10 anni, compreso fra 0,04 e 0,06, in significativo calo fra il 2007 e il 2013, con una sostanziale stabilità negli ultimi 10 anni.

La Figura 2.18 riporta i flussi trimestrali di investimento per i fondi, confermando che si tratta di variazioni molto contenute, distribuite in maniera abbastanza casuale. I momenti più negativi sembrano essere stati quelli della crisi finanziaria del 2008/2009 e il terzo trimestre del 2016 legato alle dismissioni di alcuni fondi in RCS MediaGroup che hanno aderito all'offerta di scambio promossa da Cairo Communication.

La Figura 2.19 mostra un risultato forse non scontato: sono soprattutto i fondi europei ad avere trascurato le imprese con piccola capitalizzazione, in particolare fino alla prima metà del 2013. Poi c'è stata un'inversione di rotta, ma di breve durata, tanto che da fine 2014 si osserva un *trend* ancora decrescente nel rapporto fra investimenti 'europei' e 'statunitensi'. Siamo ormai intorno alla parità e potremmo assistere nel 2024 al definitivo superamento del valore investito da parte dei fondi americani rispetto a quelli europei.

Figura 2.17

FTSE Italia Small Cap:
rapporto medio fra quota
di proprietà dei fondi e
quota dei soggetti *insider*
per le 59 aziende sempre
presenti nell'indice dal
30/6/2007.
Fonte: FactSet



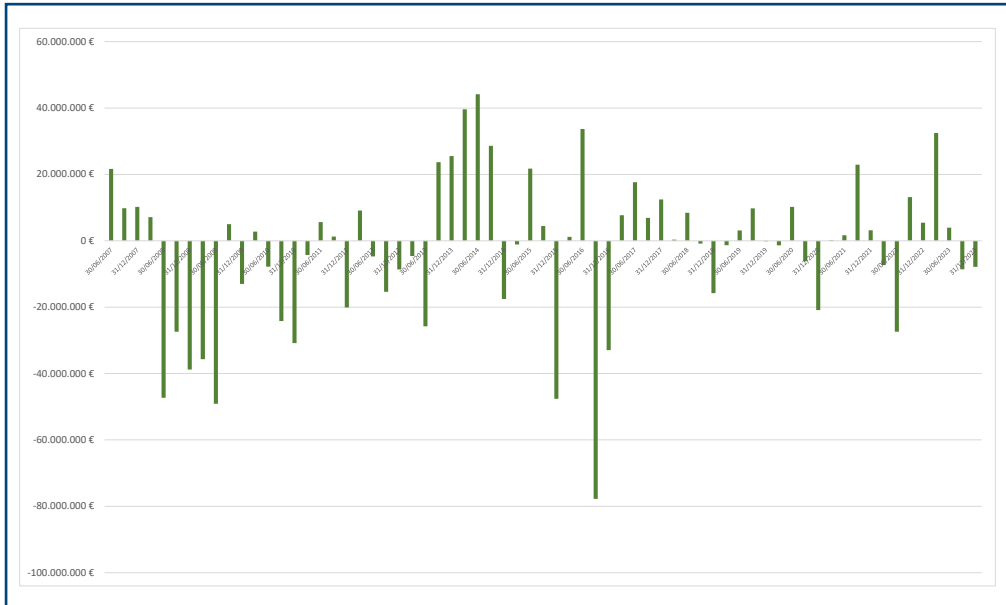


Figura 2.18
FTSE Italia Small Cap:
flusso degli investimenti
dei fondi per le 59
aziende sempre presenti
nell'indice dal 30/6/2007.
Fonte: FactSet

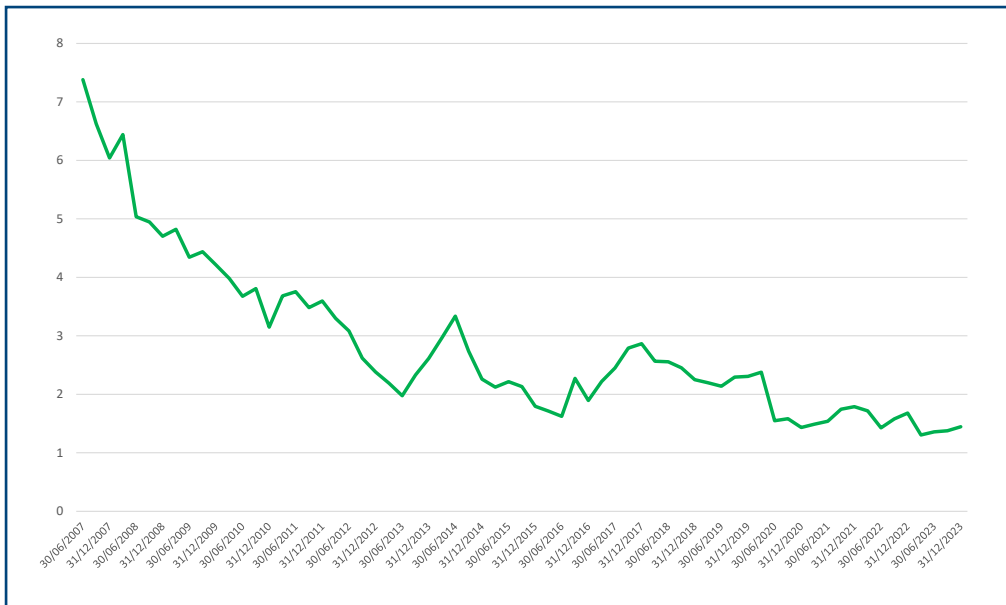


Figura 2.19
FTSE Italia Small Cap:
rapporto medio fra quota
di proprietà dei fondi
europei e quota dei fondi
nordamericani per le 59
aziende sempre presenti
nell'indice dal 30/6/2007.
Fonte: FactSet.

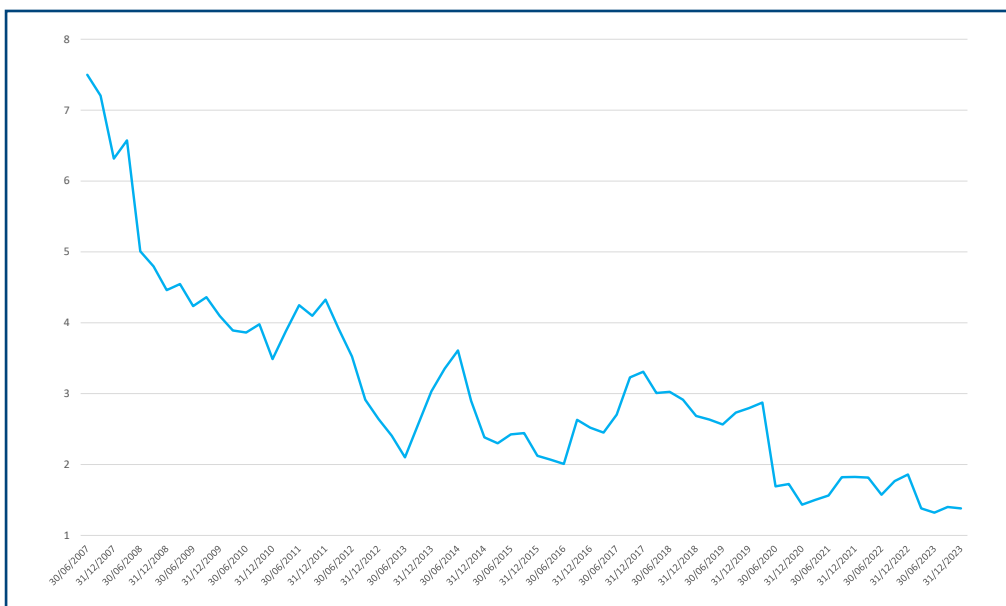
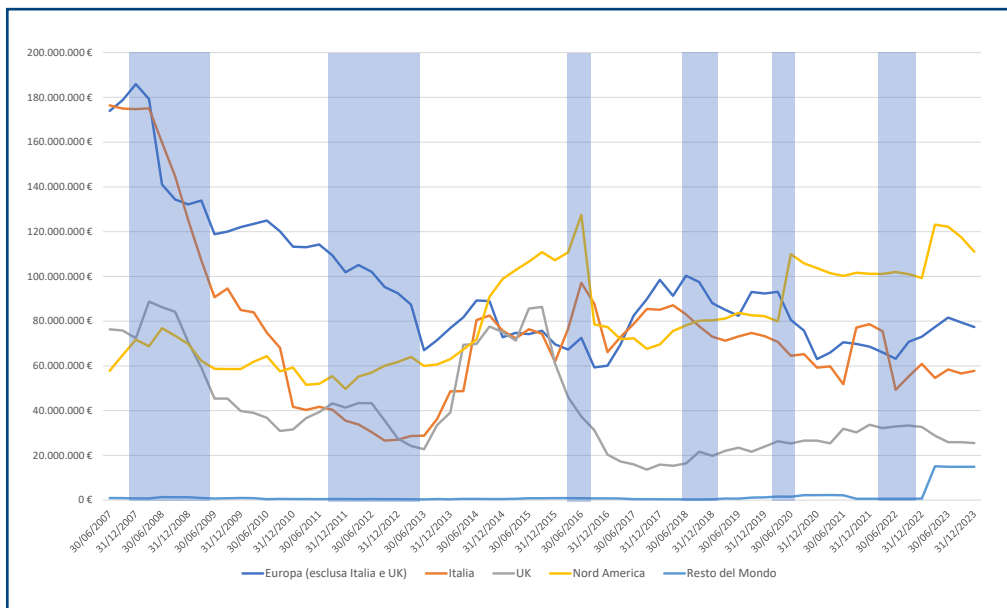


Figura 2.20
FTSE Italia Small Cap:
rapporto medio fra quota
di proprietà dei fondi
europei e quota dei fondi
nordamericani per le 59
aziende sempre presenti
nell'indice dal 30/6/2007,
con riferimento ai fondi
'attivi'.
Fonte: FactSet.

Figura 2.21

FTSE Italia Small Cap: confronto fra valore aggregato degli investimenti dei fondi provenienti da alcuni Paesi per le 59 aziende sempre presenti nell'indice dal 30/6/2007. Sono evidenziati i periodi di maggiore volatilità per il mercato. Fonte: FactSet



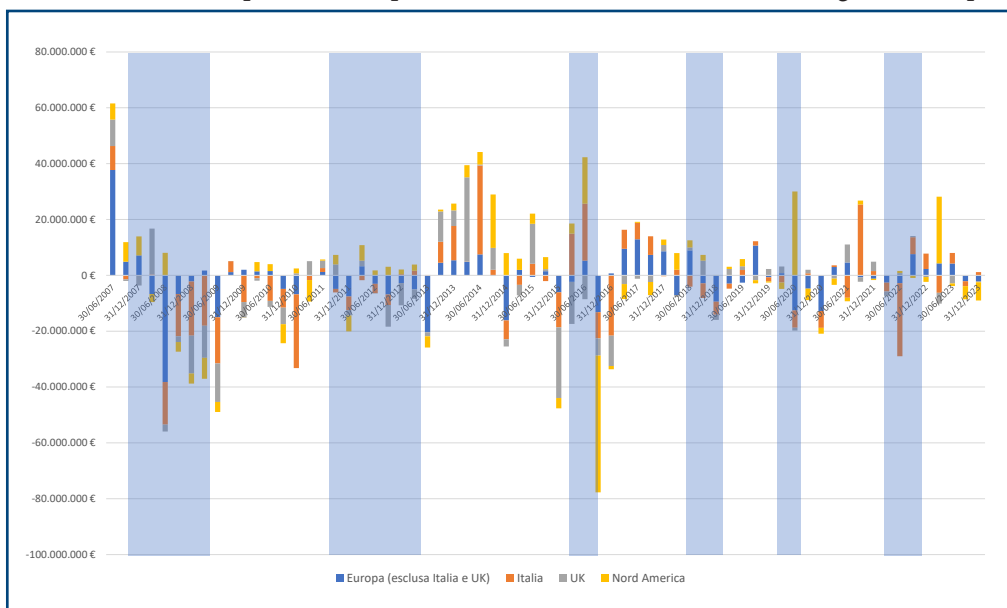
La Figura 2.20 conferma lo stesso risultato, anche limitando l'attenzione ai soli fondi a gestione 'attiva'. Si deduce che gli ETF giocano un ruolo meno rilevante per le *small cap* italiane, il che non sorprende vista la difficoltà a replicare in maniera efficiente la *performance* di panieri di titoli molto meno liquidi rispetto a quelli degli indici principali. In Figura 2.21 vediamo la distribuzione dello *stock* di investimenti per area geografica; i fondi nordamericani sono investitori costanti e a parte un ribasso registrato nella seconda metà del 2016 si sono stabilizzati su un attivo di € 100 milioni, con un piccolo ma importante aumento nei primi mesi del 2023. Dal 2020 sono i primi investitori sulle 59 Small Cap considerate. È evidente il già citato disimpegno dei fondi europei. I fondi italiani hanno seguito lo stesso percorso; dal 2018, nonostante l'introduzione dei PIR, si vede un ulteriore momento di scarso interesse; appare che l'introduzione di questi benefici fiscali, vincolati a un investimento minimo in titoli di emittenti non appartenenti al FTSE MIB, abbia avvantaggiato più che altro il segmento Mid Cap. Dopo una parentesi positiva fra il 2014 e il 2015, il Regno Unito ha perso terreno. Nel 2023 si sono timidamente affacciati sul mercato i fondi asiatici.

La Figura 2.22 mostra i flussi trimestrali attribuibili alle diverse aree geografiche, allineati rispetto alle considerazioni già fatte.

La Tabella 2.8 descrive l'andamento nel tempo del 'peso' delle diverse aree geografiche sull'indice Small Cap. L'Italia dopo il minimo del 2012 ha mostrato segni di recupero

Figura 2.22

FTSE Italia Small Cap: flussi degli investimenti dei fondi provenienti da alcuni Paesi per le 59 aziende sempre presenti nell'indice dal 30/6/2007. Sono evidenziati i periodi di maggiore volatilità per il mercato. Fonte: FactSet



ma nel 2022 e 2023 è tornata a perdere terreno; anche gli altri Paesi europei - che hanno compensato il deflusso italiano nel 2011 e 2012 - perdono quote negli ultimi tempi, a vantaggio del Nord America. Si conferma il calo del Regno Unito. Il resto del Mondo è praticamente trascurabile ma nel 2023 si vede un piccolo balzo (4%) attribuibile a un fondo asiatico.

	Italia	Europa (esclusa Italia e UK)	UK	Nord America (fondi 'attivi')	Nord America (fondi 'passivi')	Resto del Mondo
31/12/2007	34%	35%	17%	14%	<1%	<1%
31/12/2008	31%	31%	20%	18%	<1%	<1%
31/12/2009	28%	38%	14%	21%	1%	<1%
31/12/2010	19%	42%	17%	20%	2%	<1%
31/12/2011	17%	44%	20%	17%	2%	<1%
31/12/2012	16%	43%	15%	24%	2%	<1%
31/12/2013	22%	35%	19%	22%	2%	<1%
31/12/2014	23%	26%	25%	23%	3%	<1%
31/12/2015	23%	29%	20%	25%	3%	<1%
31/12/2016	31%	30%	13%	22%	4%	<1%
31/12/2017	35%	35%	10%	16%	4%	<1%
31/12/2018	34%	34%	10%	17%	5%	<1%
31/12/2019	33%	37%	8%	17%	5%	<1%
31/12/2020	29%	33%	8%	26%	3%	1%
31/12/2021	34%	32%	9%	21%	3%	1%
31/12/2022	31%	33%	10%	22%	3%	1%
31/12/2023	28%	31%	8%	26%	3%	4%

Tabella 2.8

FTSE Italia Small Cap: peso percentuale sul totale degli investimenti dei fondi relativo ad ogni area geografica considerata.
Fonte: FactSet

La Figura 2.23 mostra i flussi di investimento e disinvestimento suddivisi fra fondi a gestione attiva e passiva. Nel mondo delle Small Cap il contributo dei fondi 'passivi' è molto contenuto, ma è interessante sapere che partendo nel 2007 da un valore prossimo a zero siamo arrivati a € 21 milioni. Non riportiamo l'incidenza percentuale dei fondi 'passivi' rispetto al totale degli investimenti dei fondi, perché nel corso del periodo considerato è semplicemente cresciuta linearmente partendo dal 2% al 10%.

Infine, per quanto riguarda gli investitori più attivi, la Tabella 2.9 riporta la graduatoria sulla base dei dati di Factset disponibili al 2023. In cima alla classifica troviamo non a caso due investitori statunitensi: Polaris Capital Management e Dimensional. Al terzo posto un trio nazionale: Banca Mediolanum seguita da Azimut Holding e Intesa

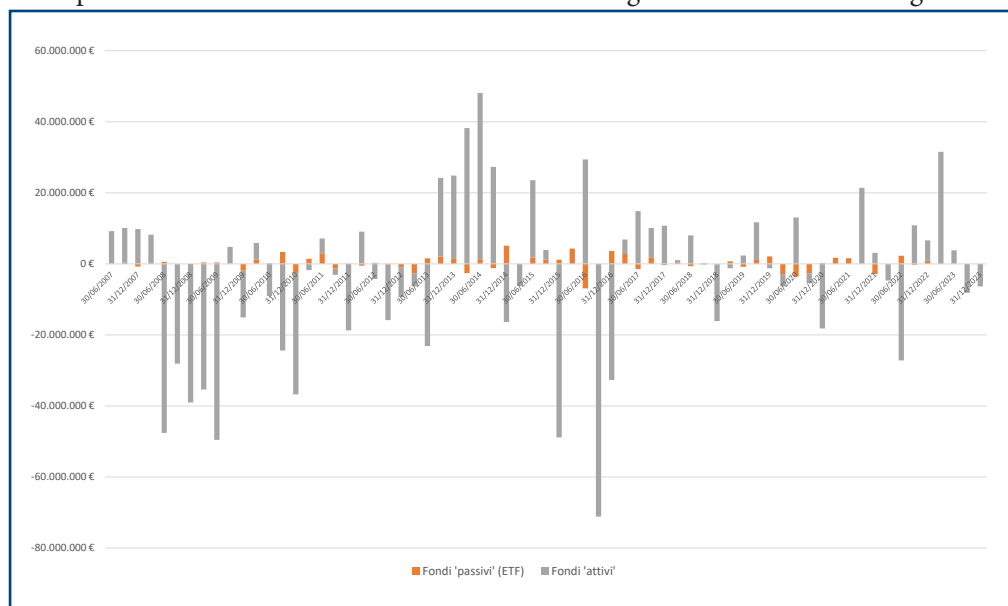


Figura 2.23

FTSE Italia Small Cap: flussi degli investimenti dei fondi 'attivi' e 'passivi' (ETF) per le 59 aziende sempre presenti nell'indice dal 30/6/2007.
Fonte: FactSet

Sanpaolo. La concentrazione è abbastanza elevata, dal momento che i primi 20 fondi occupano il 73% del valore complessivo. Gli importi rimangono così contenuti che nel corso del tempo sono poche le case rimaste sempre fra i primi 20 investitori.

Tabella 2.9

Principali investitori nei titoli dell'indice FTSE Italia Small Cap, dal 2007 al 2023. Fra parentesi sono indicati i pesi rispetto al totale degli investimenti dei fondi.
Fonte: FactSet

Investitore	31/12/2023	31/12/2016	30/6/2010	Media periodo
Polaris Cap. Man. Hold. LLP	€ 62 mln (15%)	€ 2 mln (1%)	€ 0,5 mln (<1%)	€ 11 mln (3%)
Dimensional Holdings, Inc.	€ 40 mln (9%)	€ 26 mln (8%)	€ 17 mln (5%)	€ 29 mln (7%)
Banca Mediolanum SpA	€ 32 mln (7%)	€ 9 mln (3%)	€ 1 mln (<1%)	€ 10 mln (3%)
Azimut Holding SpA	€ 20 mln (5%)	€ 12 mln (4%)	€ 44 mln (12%)	€ 27 mln (7%)
Intesa Sanpaolo SpA	€ 20 mln (5%)	€ 15 mln (5%)	€ 7 mln (2%)	€ 15 mln (4%)
Government of Norway	€ 19 mln (4%)	€ 97 mln (2%)	€ 15 mln (4%)	€ 13 mln (3%)
BPER Banca SpA / Arca Fondi	€ 21 mln (4%)	€ 3 mln (1%)	€ 1 mln (<1%)	€ 7 mln (2%)
Praude Asset Management Ltd.	€ 17 mln (4%)	-	-	€ 3 mln (1%)
SC Lowy Holdings Ltd.	€ 14 mln (3%)	-	-	€ 1 mln (<1%)
BPER Banca	€ 12 mln (3%)	€ 3 mln (1%)	€ 1 mln (<1%)	€ 5 mln (1%)
Niche Asset Management Ltd.	€ 8 mln (2%)	-	-	€ 1 mln (<1%)
Quaero Capital SA	€ 8 mln (2%)	€ 11 mln (3%)	-	€ 9 mln (2%)
UBS Group AG	€ 7 mln (2%)	€ 7 mln (2%)	€ 10 mln (3%)	€ 9 mln (2%)
Grupo Tradifin SL	€ 7 mln (2%)	€ 0,1 mln (<1%)	€ 1 mln (<1%)	€ 3 mln (1%)
BlackRock, Inc.	€ 7 mln (2%)	€ 2 mln (1%)	€ 1 mln (<1%)	€ 3 mln (1%)
Santa Comba Gestion SL	€ 7 mln (2%)	-	-	€ 1 mln (<1%)
Lazard, Inc.	€ 6 mln (2%)	€ 10 mln (3%)	€ 0,4 mln (<1%)	€ 4 mln (1%)
Allianz SE	€ 6 mln (1%)	€ 1 mln (<1%)	€ 3 mln (1%)	€ 3 mln (1%)
Lupus Alpha Holding GmbH	€ 6 mln (1%)	€ 0,3 mln (<1%)	€ 0,4 mln (<1%)	€ 2 mln (<1%)
Helikon Inv. Holdings Co. Ltd.	€ 6 mln (1%)	-	-	€ 1 mln (<1%)
GWM Group Holding SA	€ 5 mln (1%)	-	-	€ 1 mln (<1%)
TOTALE primi 20 investitori	€ 310 mln (73%)	€ 246 mln (62%)	€ 268 mln (68%)	€ 238 mln (58%)

FTSE Italia Small Cap: *focus* sugli ultimi 6 anni

Forse fra i tre 'panieri' analizzati, il FTSE Italia Small Cap è quello che ha sofferto di più l'emorragia di investitori, soprattutto europei. La situazione degli ultimi 6 anni potrebbe essere così riassunta:

- 1) la presenza dei fondi di investimento nelle Small Cap rimane marginale e l'unica che si è rafforzata con decisione è quella americana, che ormai sta superando per valore quella dei paesi europei;
- 2) per quanto riguarda l'Italia, i flussi positivi derivanti dai PIR sembrano essersi indirizzati decisamente più sul segmento delle Mid che su quello delle Small Cap;
- 3) cresce il ruolo degli ETF ma è ancora marginale (siamo al 10% del mercato dei fondi);
- 4) nel 2023 si vedono timidi segnali di interesse da parte di fondi asiatici.

In generale il valore degli investimenti dei fondi nelle imprese a bassa capitalizzazione appare deludente rispetto al potenziale e testimonia la mancanza di fondi specializzati sulle Small Cap, soprattutto in Italia.

La correlazione degli investimenti con la *performance* di mercato

Per capire se il flusso degli investimenti e dei disinvestimenti potrebbe essere correlato con le *performance* di mercato degli indici, è stata condotta un'analisi di correlazione fra lo *stock* degli investimenti per diverse tipologie di fondi in ogni trimestre e il rendimento dell'indice nello stesso trimestre, nel trimestre precedente e in quello successivo.

Le Figure 2.24, 2.25 e 2.26 mostrano il totale degli investimenti registrati dai fondi in ogni trimestre nei titoli rispettivamente degli indici FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia Small Cap, e la *performance* degli indici stessi.

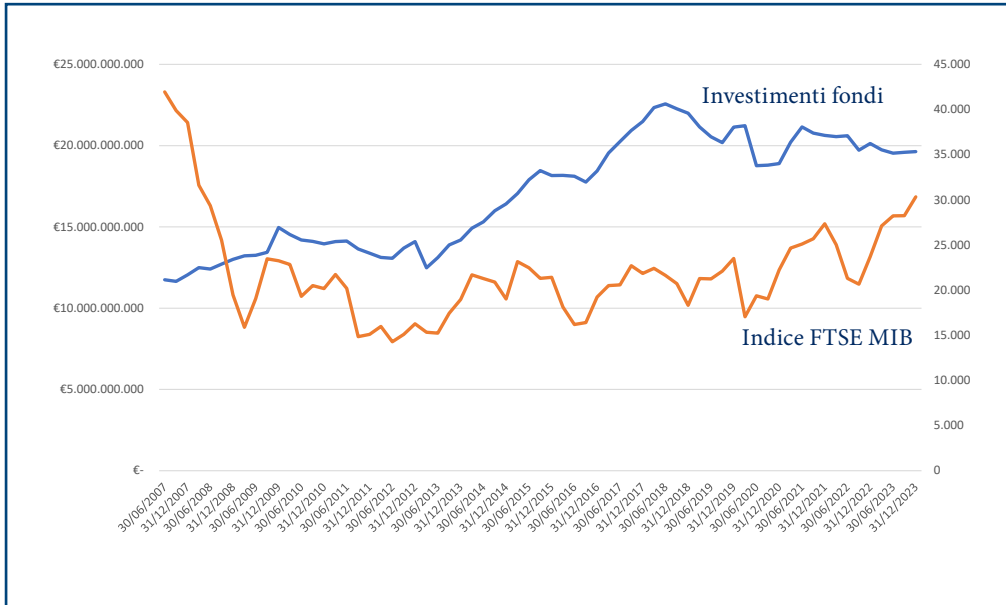


Figura 2.24
FTSE MIB: confronto fra *stock* degli investimenti dei fondi in ogni trimestre (scala a sinistra) e rendimento dell'indice (scala a destra).
Fonte: FactSet, Borsa Italiana

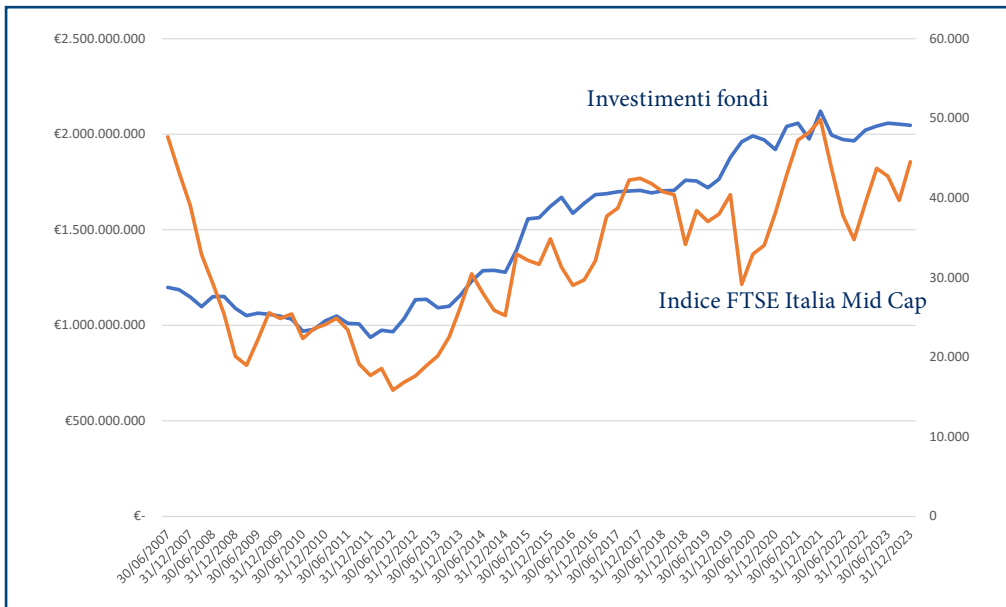


Figura 2.25
FTSE Italia Mid Cap: confronto fra *stock* degli investimenti dei fondi in ogni trimestre (scala a sinistra) e rendimento dell'indice (scala a destra).
Fonte: FactSet, Borsa Italiana

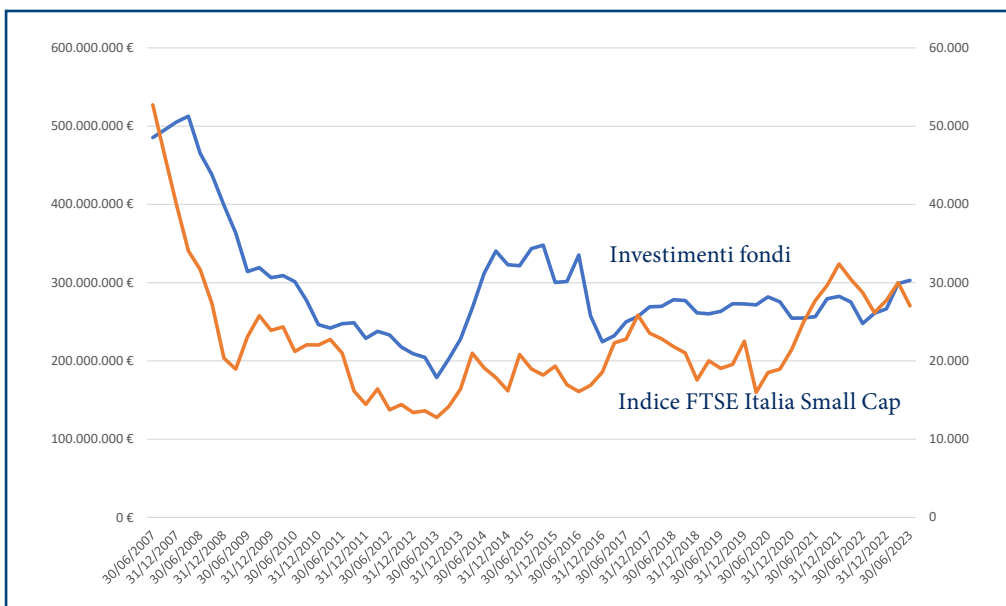


Figura 2.26
FTSE Italia Small Cap: confronto fra *stock* degli investimenti dei fondi in ogni trimestre (scala a sinistra) e rendimento dell'indice (scala a destra).
Fonte: FactSet, Borsa Italiana

I risultati sono interessanti: nel caso del FTSE MIB non si riscontra una particolare correlazione, che anzi risulta debolmente negativa. Risultati opposti invece per le Mid Cap; cicli di Borsa positivi sono correlati ad incrementi degli investimenti. In particolare la correlazione più elevata (84%) si ottiene comparando il volume degli investimenti con la *performance* di mercato nel trimestre successivo; i fondi sembrano dunque incrementare la propria esposizione quando prevedono rendimenti in crescita. Anche per le Small Cap c'è una correlazione positiva, ma questa volta è più elevata considerando il volume degli investimenti con la *performance* di mercato nel trimestre precedente (74%). Si può immaginare che per i titoli 'sottili' ci sia un maggiore timore da parte dei fondi di impattare sui prezzi e quindi ci sia un atteggiamento più 'reattivo' rispetto ai rendimenti dei listini, con l'ottica poi di mantenere l'investimento in una logica *'buy and hold'*.

È stata condotta anche un'analisi di correlazione distinguendo fra fondi nazionali ed esteri. I fondi italiani potrebbero mostrare una maggiore affinità con il mercato domestico e una minore sensibilità rispetto ai cicli dei listini. Ebbene, considerando solo i fondi nazionali, per il FTSE MIB si registra sempre una correlazione non significativa, mentre sia per le Mid Cap e Small Cap la correlazione rimane positiva ma più bassa.

L'analisi di correlazione è stata ripetuta anche per i volumi degli scambi registrati dall'indice. I risultati indicano una correlazione simile a quella individuata per i rendimenti, ma molto meno significativa.

3. Conclusioni

In questo paragrafo proviamo a riassumere le conclusioni principali che emergono da questa ricerca e ad indicare alcuni spunti per un dibattito.

Non è facile individuare delle tendenze generali, perché si sono osservate dinamiche abbastanza diverse fra i tre panieri considerati. Rispetto al comportamento degli *insider* e dei soggetti controllanti, per il FTSE MIB si è vista fino al 2016 una riduzione del loro peso percentuale, con un conseguente incremento del capitale flottante. Per le *mid cap* e *small cap* invece si osserva una certa stabilità della loro quota (solo lievemente diminuita nel 2022 e 2023).

Le strategie dei fondi si sono rivelate eterogenee. Nel caso delle *blue chip* gli investimenti totali sono cresciuti fino al 2018, per poi cominciare a scendere. Negli altri due indici la loro presenza è abbastanza stabile. Gli ultimi due anni (2022 e 2023) si caratterizzano per una certa debolezza nella capacità del listino azionario italiano di attrarre investitori, con l'unica eccezione delle *mid cap*.

I fondi nordamericani ricoprono un ruolo importante e paragonabile a quelli dei fondi europei sul FTSE MIB, sebbene negli ultimi tempi i fondi USA a gestione passiva (ETF) abbiano parzialmente rimpiazzato quelli a gestione attiva. Sempre i fondi nordamericani sono più defilati sulle *mid cap* (dove prevalgono gli investitori europei) ma giocano invece un ruolo importante sulle *small cap* dove anche i fondi 'attivi' USA hanno visto un incremento delle partecipazioni.

È certamente cresciuto il ruolo di ETF e fondi passivi, che nel 2007 erano del tutto marginali a Piazza Affari. Sul FTSE MIB hanno progressivamente raggiunto il 26% sul totale, sulle *mid cap* e *small cap* rappresentano rispettivamente il 16% e il 10%.

I fondi italiani mostrano una presenza sostanzialmente stabile nelle *blue chips*, mentre sono più attivi nei segmenti a minore capitalizzazione. Sul FTSE MIB negli ultimi anni sono rimasti stabili intorno al 10% del totale degli investimenti delle Institutions. Sulle Mid Cap riescono a incidere maggiormente e grazie anche alla spinta dei PIR sono arrivati stabilmente vicini al 20%, rispetto ad una media precedente più vicina al 15% del totale. Sulle Small Cap la presenza dei fondi italiani è più importante, con un impulso forte nei primissimi anni di introduzione dei PIR che li ha portati ad un massimo del 34% per poi stabilizzarsi intorno al 30% del totale.

Un elemento importante è poi la reazione dei fondi ai periodi di maggiore volatilità legati sia a eventi di geopolitica mondiale (pandemia compresa), sia all'instabilità politica interna. Si è visto che alcuni investitori reagiscono riducendo la propria esposizione ed è quindi importante per le emittenti mantenere una adeguata *disclosure* rispetto ai rischi cui sono esposte.

I risultati della ricerca possono suggerire almeno tre spunti di riflessione. Il primo riguarda il ruolo delle autorità pubbliche nel promuovere l'attrattività della piazza finanziaria nazionale rispetto a investitori italiani e stranieri.

La Tabella 3.1 riassume i risultati più recenti di questa ricerca rispetto alla presenza di investitori stranieri nei tre indici analizzati e li confronta con i dati disponibili per Francia, Germania e Spagna, raccolti dai report OECD e verificati con le informazioni diffuse dai gestori dei listini.

Considerato che l'indice FTSE MIB rappresenta una parte dominante della capitalizzazione intera del mercato, si vede che la situazione dell'Italia è simile a quella della Spagna. La presenza degli investitori nazionali rimane molto contenuta; come abbiamo

visto, negli ultimi anni è cresciuta leggermente sulle *blue chips*, è aumentata più sensibilmente sulle Mid Cap rispetto ad un *trend* meno definito sulle Small Cap.

In Germania fondi e gestori esteri arrivano al 74% del mercato e la presenza di investitori nazionali è in declino da qualche anno anche sulle *blue chips* (DAX 30); nel 2020 gli stranieri coprivano l'87% di questo paniere.

In Francia gli investitori stranieri sono al 75% del mercato e quelli nazionali coprono dunque il 25%. Anche in Francia gli investitori stranieri stanno crescendo sull'indice principale (CAC 40).

Tabella 3.1

Percentuale detenuta da soggetti nazionali e stranieri rispetto al totale degli investitori istituzionali nei listini italiani, francesi, tedeschi e spagnoli.

Fonte: OECD

	FTSE MIB	FTSE Italia Mid Cap	FTSE Italia Small Cap	Francia	Germania	Spagna
% investitori istituzionali nazionali	8%	19%	28%	25%	26%	8%
% investitori istituzionali stranieri	92%	81%	72%	75%	74%	92%

La Tabella 3.2 ci dà un'idea del rendimento realizzato dai principali indici del listino azionario di Milano negli ultimi anni, in modo da valutare l'opportunità di remunerazione del mercato italiano, che non è stata sempre colta correttamente dal mondo degli investitori.

Tabella 3.2

Rendimento dei principali indici borsistici del mercato azionario italiano negli ultimi anni.

Fonte: Euronext.

Rendimento complessivo dell'indice	FTSE Italia MIB Storico	FTSE MIB	FTSE Italia Mid Cap	FTSE Italia Small Cap
Dal 1/1/2018 al 31/12/2023	+37%	+39%	+5%	+20%
Dal 1/1/2009 al 31/12/2023	+84%	+56%	+159%	+39%
Dal 1/1/2004 al 31/12/2023	+41%	+13%	n.d. (*)	n.d. (*)

(*) indice elaborato dal 1/1/2008

Affinché le imprese italiane possano esprimere pienamente le loro potenzialità di creare valore in modo sostenibile è opportuno individuare una serie di riforme che possano rendere più efficiente l'attività economica, ad esempio riducendo i tempi della giustizia, semplificando gli adempimenti amministrativi, sostenendo la formazione e gli investimenti in conto capitale.

In secondo luogo, è possibile ragionare anche sulla leva fiscale per gli investitori. L'introduzione dei PIR è stata un fattore positivo ma non è bastata poiché non ha impattato significativamente sulle *small cap*. Occorre rendere appetibile anche questo comparto favorendo la nascita di fondi specializzati e l'investimento da parte di soggetti istituzionali come le assicurazioni e le casse di previdenza, soprattutto in un'ottica di lungo termine. Così come lo Stato ha imparato a rivolgersi direttamente ai risparmiatori per la sottoscrizione dei suoi titoli di Stato (si pensi al collocamento dei BTp Italia e BTp Valore), si potrebbero creare dei canali preferenziali per le piccole e medie imprese già quotate che volessero raccogliere nuovo capitale di rischio sul mercato, magari attraverso operazioni di sistema che coinvolgono più emittenti, come ad esempio avviene per i *'basket bond'* nel mercato obbligazionario.

Il terzo auspicio è che si possa arrivare in tempi rapidi all'adozione del pacchetto di misure proposto un anno fa dalla Commissione Europea (*'Listing Package'*) che comprende anche un *'Listing Act'* oltre alle proposte contenute nel "Manifesto per lo sviluppo dei Mercati dei Capitali in Italia", promosso da Borsa Italiana nel novembre 2023. Fra le semplificazioni previste per rendere più attrattiva la quotazione in Borsa, soprattutto per Mid Cap e Small Cap, crediamo che sia molto interessante la proposta di agevolare le operazioni di raccolta di capitale successive alla quotazione, che possono supportare le aziende nel loro percorso di crescita e incrementare l'offerta di titoli sul mercato. Auspichiamo quindi che si vada verso la rapida approvazione delle misure proposte.

Bibliografia

- Akbas F., Armstrong W.J., Sorescu S., Subrahmanyam A., 2015, “Smart money, dumb money, and capital market anomalies”, *Journal of Financial Economics*, 118 (2), pp. 355-382.
- Badrinath, S.G., Wahal, S., 2002, “Momentum Trading by Institutions”, *The Journal of Finance*, 57, pp. 2449-2478.
- Bahoo, S., Alon, I., Paltrinieri, A., 2020, “Sovereign wealth funds: Past, present and future”, *International Review of Financial Analysis*, 67, 101418.
- Barber, B.M., Odean, T., 2007, “All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors”, *Review of Financial Studies*, 21 (2), pp. 785-818.
- Ben-David, I., Franzoni, F., Moussawi, R., 2018, “Do ETFs Increase Volatility?”, *Journal of Finance*, 73(6), pp. 2471–2535.
- Boone, A.L., White, J.T., 2015, “The effect of institutional ownership on firm transparency and information production”, *Journal of Financial Economics*, 117(3), pp. 508–533.
- Bradrania, R., Wu, W., 2023, “Foreign institutions, local investors and momentum trading”, *Journal of Empirical Finance*, 73, pp. 40–64.
- Caselli, S., Gatti, S., 2023, “Capital Markets: Perspectives over the last decade”, EGEA.
- Consob, 2023, “Report on corporate governance of Italian listed companies”.
- Dahlquist, M., Robertsson, G., 2001, “Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics”, *Journal of Financial Economics*, 59(3), pp. 413–440.
- Giudici, G., 2023, “I flussi di raccolta (e di rimborso) di capitale sul mercato borsistico italiano: il bilancio di un decennio” in: Brioschi, F., Paleari, S., 2023, “*Talenti e capitali. Simul stabunt, simul cadent*”, Francesco Brioschi Editore.
- Gopikumar, V., Nair, S., Sisodia, G.S., 2023, “The effect of financial reporting quality on institutional ownership”, *Applied Economics Letters*, 30(15), pp. 2020–2023.
- Grier, P., Zychowicz, E.J., 1994, “Institutional investors, corporate discipline, and the role of debt”, *Journal of Economics and Business*, 46(1), pp. 1–11.
- Grullon, G., Kanatas, G., Weston, J.P., 2004, “Advertising, breadth of ownership, and liquidity”, *Review of Financial Studies*, 17(2), pp. 439–461.
- Hollò, D., Kremer, M., Lo Duca, M., 2012, “CISS - a composite indicator of systemic stress in the financial system”, Working Paper Series 1426, European Central Bank.
- Lattanzio, G., Megginson, W.L., Sanati, A., 2023, “Dissecting the listing gap: Mergers, private equity, or regulation?”, *Journal of Financial Markets*, 100836.
- McCahery, J.A., Sautner, Z., Starks, L.T., 2016, “Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors”, *Journal of Finance*, 71(6), pp. 2905–2932.
- OECD, 2019, “Owners of the World’s Listed Companies”, OECD Capital Market Series.

Il gruppo di ricerca

I quaderni di ricerca Intermonte sono realizzati sotto la direzione scientifica del Politecnico di Milano, School of Management.

Team di ricerca: Giancarlo Giudici, Andrea Marconi, Giorgio Micheli (Politecnico di Milano), Alberto Villa, Andrea Randone (Intermonte Partners).



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e consulenza nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La School of Management possiede la "Triple crown", i tre accreditamenti più prestigiosi per le Business School a livello mondiale: EQUIS, ricevuto nel 2007, AMBA (Association of MBAs) nel 2013, e AACSB (Advance Collegiate Schools of Business, ottenuto nel 2021).

Nel 2017 è la prima *business school* italiana a vedere riconosciuta la qualità dei propri corsi erogati in *digital learning* nei master Executive MBA attraverso la certificazione EOCCS (EFMD Online Course Certification System).

Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, oggi è in classifica con il Full-Time MBA, Master of Science in Management Engineering e con l'Online MBA. In particolare nel 2023 l'International Flex MBA si posiziona 10° al mondo nel Financial Times Online MBA Ranking.

La Scuola è presente anche nei QS World University Rankings e nel Bloomberg Businessweek Ranking.

La Scuola è membro di PRME (Principles for Responsible Management Education), Cladea (Latin American Council of Management Schools) e di QTEM (Quantitative Techniques for Economics & Management Masters Network).

Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano e POLIMI Graduate School of Management che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation (EFI) della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società private, dalla Commissione Europea, dal Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *startup* innovative, le tematiche di ESG *investing* e di *climate finance*, i finanziamenti alternativi per le PMI, i *crypto-asset*. È inoltre coinvolto in progetti di formazione di POLIMI Graduate School of Management come l'International Master in Fintech, Finance and Digital Innovation, l'International Master in Financial Risk Management, l'International Master in Sustainable Finance, il corso ESG Analysis & Investing (organizzato con CFA Society Italy), il corso Introduzione alla Professione di Consulente Finanziario (organizzato con Ascofind) e moduli organizzati *ad hoc* per importanti *player* finanziari.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste un *major* specifico in Finance.

Internet: www.som.polimi.it

Quaderni di ricerca precedenti:

- n. 1 Le IPO '*venture-backed*' sul mercato italiano (marzo 2016)
- n. 2 L'IPO come mezzo per finanziare la crescita: raccolta di capitale e utilizzo dei *proceeds* (aprile 2017)
- n. 3 I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano (marzo 2018)
- n. 4 Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese (gennaio 2020)
- n. 5 Le strategie di comunicazione delle *mid & small cap* quotate su Borsa Italiana in ambito ESG: un'analisi di *benchmarking* (dicembre 2020)
- n. 6 *Sliding doors*: il flusso di *listing* e *delisting* sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021) (febbraio 2022)

