

# Italian Market

Sector Update

## FNSI: autorizzati i primi 4 fondi, la pipeline è incoraggiante

by Intermonte Research Team

Italian Equity Market

Il 23 gennaio si è tenuto presso la sede di Borsa Italiana un evento per aggiornare i player di mercato circa l'avanzamento del Fondo Nazionale Strategico - FNSI. Il responsabile del FNSI presso CDP, Mauro Baragiola, ha detto che la partenza dei fondi sta procedendo bene: ad oggi, 4 fondi (Eurizon, Generali Investment, Amundi e Miria) hanno ottenuto l'approvazione del CdA di CPD, a cui si aggiunge Arca che è in fase di approvazione. Altri 3 fondi (Algebris, Anima e Equita) hanno avuto l'autorizzazione dell'Autorità di Vigilanza e altri 6 fondi sono in corso di approvazione (AcomeA, Anthilia, Azimut, Ersel, Quaestio e Banor). Potenzialmente, quindi, le masse complessive potrebbero anche superare Eu1bn, considerando che la size minima di ciascun fondo è pari a Eu70mn. Rilanciare il mercato delle IPO è chiaramente una delle principali ambizioni dell'iniziativa, tenendo conto che i fondi promossi possono fare le IPO se le azioni offerte in aumento di capitale superano Eu10mn di valore. In questo report confermiamo le attese che questa iniziativa, soprattutto se accompagnata anche da altri progetti ed una rivitalizzazione dei fondi PIR, possa fattivamente contribuire a rinforzare l'interesse sul settore delle mid-small caps italiane. L'arrivo di FNSI consente di ampliare la domanda da parte di investitori pazienti e con orizzonti pluriennali. Riteniamo che ciò sia quanto mai necessario in un settore che rimane caratterizzato da un numero elevato di delisting e una preoccupante mancanza di IPO. Inoltre, riteniamo che molte società del comparto offrano opportunità di investimento interessanti.

**Cos'è FNSI: fondo di fondi a supporto delle PMI quotate.** FNSI agisce come fondo di fondi e nasce con l'obiettivo di attivare investimenti pubblici e privati: CDP partecipa fino al 49% alla sottoscrizione di fondi di nuova costituzione che hanno il mandato di investire nei titoli azionari con una quota prevalente di almeno il 70% destinato a società quotate ex FTSE MIB, escluso settore finanziario. Orizzonte di investimento di medio-lungo periodo (5/7 anni) e termine ultimo per la liquidazione del fondo fine 2032.

**Principali interventi del convegno.** Fabrizio Testa, CEO & General Manager Borsa Italiana ha innanzitutto sottolineato che i fondamentali dell'Italia sono buoni, ma allo stesso tempo, le PMI, da sempre asse portante dell'economia nazionale, a partire dal covid continuano a registrare valutazioni a sconto, poca liquidità e assenza di IPO soprattutto per il segmento mid-caps. In questo senso, secondo Testa, l'iniziativa del FNSI può essere l'elemento in grado di far invertire la rotta, grazie a un effetto volano. Il secondo intervento è stato di Federico Freni, Sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle Finanze che ha ribadito l'impegno del governo a sostenere la promozione delle PMI in Borsa, garantendo una manutenzione continua e costante della regolamentazione dei mercati finanziari per poter rendere sostenibile il progetto del FNSI che necessariamente è sostenibile solo garantendo agli investitori dei ritorni interessanti. Fabio Barchiesi, Amministratore Delegato e Direttore Generale, CDP Equity ha sottolineato il ruolo di CDP nel creare le condizioni per gli investimenti strategici e quindi per la crescita, un impegno che in futuro potrebbe includere anche nuove iniziative. La giornata si è chiusa con l'intervisto di Giancarlo Giorgetti, Ministro dell'Economia e delle Finanze che ha affermato che il governo ritiene che un mercato dei capitali ampio ed efficiente sia uno dei fattori abilitanti per la crescita del paese e ha ricordato che le piccole e medie industrie hanno una presenza preponderante nel sistema produttivo nazionale.

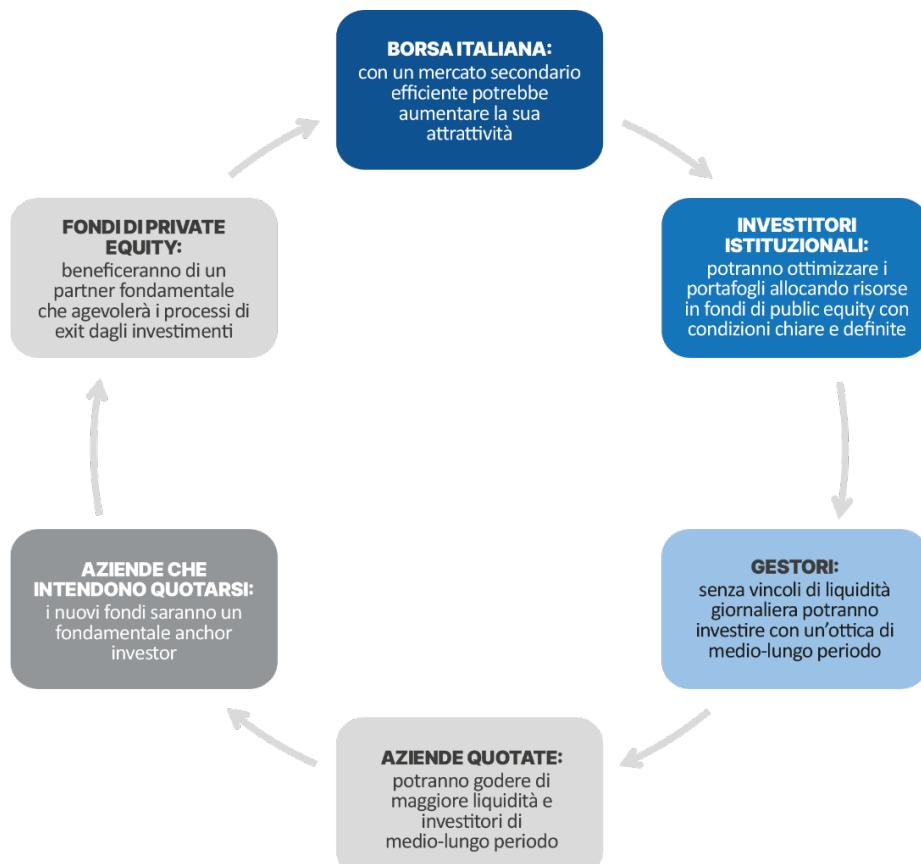
**Perché FNSI può contribuire a rivitalizzare il settore mid small caps.** Iniziative come FNSI rispondono all'esigenza di aumentare la platea di investitori con orizzonti di investimento di lungo periodo e che possano agire anche da anchor investor nelle IPO. A livello generale, giudichiamo positivamente il fatto che le istituzioni italiane e il mondo politico partecipano attivamente allo sviluppo del mercato dei capitali. Iniziative come questa possono contribuire a ridurre il gap del mercato italiano sia in termini di nuove quotazioni che per un ribilanciamento dei portafogli sia da parte di investitori istituzionali che del retail verso attività maggiormente correlate all'economia reale creando un circolo virtuoso. Seppure la dotazione iniziale delle masse investite da questi fondi possa apparire limitata, in prospettiva ci potrebbe essere un effetto volano anche grazie ad ulteriori strumenti come un supporto alla ricerca sulle mid-small caps, nuovi incentivi per i fondi PIR ed un concreto coinvolgimento di investitori istituzionali come i fondi pensione in queste asset class.

*This material is an extract of research reports by Intermonte that have already been published and delivered to Clients. It is available for free on the Intermonte SIM website (<https://www.intermonte.it>) and it qualifies as a "minor nonmonetary benefit" in accordance with article 12, paragraph 3, sub-paragraph b) of Commission Delegated Directive (EU) 2017/593 of 7 April 2016*

## FNSI: principali caratteristiche

FNSI nasce al fine di sostenere la patrimonializzazione delle imprese italiane tramite lo sviluppo del mercato italiano dei capitali. In questo caso l'obiettivo potrà essere perseguito attraverso la sottoscrizione di quote o azioni di OICR di nuova costituzione e istituiti in Italia, gestiti da società di gestione del risparmio e/o gestori autorizzati la cui politica di investimento sia coerente con le finalità del Patrimonio Destinato. FNS è uno strumento di diretta emanazione pubblica che agirà come anchor investor a supporto del mercato azionario italiano. L'iniziativa coinvolge direttamente il Ministero del Tesoro e CDP con il coinvolgimento di primari operatori del risparmio gestito.

- **FNSI** è tecnicamente un fondo di fondi chiuso interamente sottoscritto dal MEF, gestito da CDP che **sottoscriverà quote di OICR di nuova costituzione gestiti da SGR italiane e internazionali**.
- **FNSI potrà sottoscrivere fino al 49% delle quote dei fondi di nuova costituzione di diritto italiano con un ticket di investimento pari ad almeno €35m.**
- Almeno il 51% delle risorse deve essere quindi sottoscritto *pari-passu* da investitori privati.
- **I fondi avranno una durata minima di 5 anni** e in ogni caso dovranno essere **liquidati entro il 31/12/2032** (la durata dei fondi non può essere superiore alla durata del Patrimonio Rilancio).
- **I fondi sono chiusi**, perché come detto, sono pensati per **garantire stabilità al sistema e libertà ai gestori** nelle scelte di investimento con un'ottica di *trading* come un fondo PIR tradizionale. Ma nel contempo, i fondi dovranno essere gestiti con strategie attive – tipiche dei fondi comuni quali ad esempio i PIR.
- I gestori godranno di un alto grado di discrezionalità, a condizione che almeno il 70% del totale gestito dovrà essere allocata in titoli quotati in Italia emessi da emittenti di medio-piccola capitalizzazione (non FTSE MIB), che non svolgono attività assicurative, bancarie e finanziarie;
- **Nessun titolo** nel portafoglio può pesare più del 10% e la somma dei primi 5 titoli non può superare il 40%. Gli OICR non possono detenere quote superiori al 10% del capitale degli emittenti (e 15% a livello di gruppo).
- Inoltre, sarà possibile per i gestori partecipare quali *anchor investors* ai processi di IPO limitatamente agli emittenti **che hanno completato positivamente il processo di ammissione** alla quotazione sui mercati **con data certa di inizio negoziazione e con una quota di offerta primaria di almeno €10m. Ogni fondo potrà acquisire fino al 5% dei titoli offerti in sede di quotazione**. In questo modo, auspicabilmente, FNSI potrà creare una base di una decina di fondi che possano contribuire a rilanciare le IPO.
- Per evitare rischi di «*iper-comprato*» in fase di sottoscrizione e di «*iper-venduto*» in fase di liquidazione i fondi avranno sei mesi per investire e quindici mesi per disinvestire.



## Principali interventi del convegno di aggiornamento in Borsa Italiana

Il 23 gennaio si è tenuto presso la sede di Borsa Italiana un evento per aggiornare i player di mercato circa l'avanzamento del Fondo Nazionale Strategico - FNSI.

Fabrizio Testa, CEO & General Manager Borsa Italiana ha innanzitutto sottolineato che i fondamentali dell'Italia sono buoni, il deficit che nel 2025 si attesta intorno al 3%, nel 2026 potrebbe scendere, lo spread tra i BTP e i bund sta aggiornando nuovi minimi poco sopra 60bp, ma allo stesso tempo, le PMI, da sempre asse portante dell'economia nazionale, a partire dal covid continuano a registrare valutazioni a sconto, poca liquidità e assenza di IPO. In questo senso, secondo Testa, l'iniziativa del FNSI può essere l'elemento in grado di far invertire la rotta, grazie a un effetto volano.

Il secondo intervento è stato di Federico Freni, Sottosegretario al Ministero dell'Economia e delle Finanze che ha ribadito l'impegno del governo a sostenere la promozione delle PMI in Borsa, garantendo una manutenzione continua e costante della regolamentazione dei mercati finanziari per poter rendere sostenibile il progetto del FNSI che necessariamente è sostenibile solo garantendo agli investitori dei ritorni interessanti.

Fabio Barchiesi, Amministratore Delegato e Direttore Generale, CDP Equity ha sottolineato il ruolo di CDP nel creare le condizioni per gli investimenti strategici e quindi per la crescita. Le PMI italiane sono imprese dinamiche, innovative e profondamente radicate nei territori, ma che potrebbero crescere di più se fossero maggiormente capitalizzate. In questo senso, l'impegno di CDP in futuro potrebbe materializzarsi anche in nuove iniziative.

Mauro Baragiola, Responsabile del FNSI presso CDP ha in breve ribadito le principali caratteristiche dell'iniziativa: un fondo di fondi, partecipati da CDP sotto al 50%, con il 70% delle risorse investite in equity Italia fuori dal FTSE MIB ed escludendo banche e assicurazioni; nessuna posizione può pesare oltre il 10%, le prime 5 devono essere sotto il 40%, nessun ruolo attivo nella governance. Baragiola ha detto che la partenza dei fondi sta procedendo bene e ha confermato che il primo round si chiude a giugno 2026, ma poi i fondi avranno tempo fino a giugno 2027 per completare la raccolta.

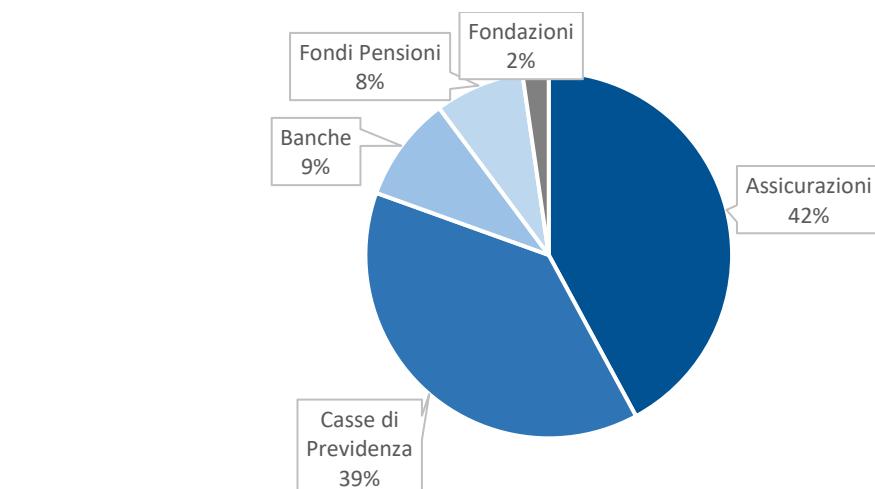
La giornata si è chiusa con l'intervista di Giancarlo Giorgetti, Ministro dell'Economia e delle Finanze che ha sottolineato come il FNSI sia una leva significativa di modernizzazione del sistema finanziario nazionale. Il ministro ha affermato che il governo ritiene che un mercato dei capitali ampio ed efficiente sia uno dei fattori abilitanti per la crescita del paese e ha ricordato anche altre iniziative come la riforma del Testo Unico della Finanza, in fase di completamento. Il ministro ha ricordato che le piccole e medie industrie hanno una presenza preponderante nel sistema produttivo nazionale.

## Fondi in rampa di lancio: la risposta degli investitori

Ad oggi CDP ha deliberato complessivamente la sottoscrizione, da parte del FNSI, di quattro OICR che inizieranno ad investire a partire da febbraio.

Gli Investitori terzi privati riconducibili a banche, assicurazioni, casse di previdenza e fondazioni hanno sottoscritto commitment pari a ~€216mm.

**FNSI - Commitment Investitori Terzi**



Source: Intermonte SIM

La quota può apparire contenuta considerando che in Italia ci sono 289 investitori istituzionali con un patrimonio complessivo superiore a €1tn è pertanto possibile che gli obiettivi minimi di raccolta dell'iniziativa possano essere superati se si materializzerà una partecipazione ampia di investitori oggi poco presenti sul segmento mid-small caps.

Ad oggi, 4 fondi (Eurizon, Generali Investment, Amundi e Miria) hanno ottenuto l'approvazione del CdA di CPD, a cui si aggiunge Arca che è in fase di approvazione. Altri 3 fondi (Algebris, Anima e Equita) hanno avuto l'autorizzazione dell'Autorità di Vigilanza e altri 6 fondi sono in corso di approvazione (AcomeA, Anthilia, Azimut, Ersel, Quaestio e Banor). Potenzialmente quindi le masse complessive potrebbero anche superare Eu1bn, considerando che la size minima di ciascun fondo è pari a Eu70mn. Rilanciare il mercato delle IPO è chiaramente una delle principali ambizioni dell'iniziativa, tenendo conto che i fondi promossi possono fare le IPO se il collocato supera Eu10mn

#### FNSI – Stato Avanzamento Lavori

	<b>Gestori</b>
<b>Approvati dal CdA di CDP</b>	Eurizon, Generali Investment, Amundi, Miria
<b>In approvazione dal CdA di CDP</b>	Arca
<b>Approvati dall'Autorità di Vigilanza</b>	Algebris, Anima, Equita,
<b>In corso di approvazione dall'Autorità di Vigilanza</b>	AcomeA, Anthilia, Azimut, Ersel, Quaestio, Banor

Source: Intermonte SIM

#### L'universo investibile

Abbiamo analizzato quale sarebbe l'universo investibile da parte del fondo di fondi supportato dai fondi legati al FNSI in base alle indicazioni ufficiali a disposizione ad oggi.

Il patrimonio prevalente verrà investito in titoli quotati italiani non appartenenti all'indice principale FTSE MIB ed al settore finanziario (banche, assicurazioni, titoli finanziari diversificati).

La tabella indica quindi come le società di questo universo siano complessivamente 297 con una market cap pari a €140.3bn mentre il flottante è pari a €55.9bn.

#### Universo Investibile: All Shares ex-FTSE MIB and ex-Financials

<b>No. of Companies (#)</b>	<b>Market Segment</b>	<b>Aggregated Mkt Cap. (€mn)</b>	<b>Free-float (%)</b>	<b>Free-float Mkt Cap. (€mn)</b>
53	STAR	40,787	48.0%	19,588
81	MTA ex-STAR	91,001	37.9%	34,533
163	FTSE Italia Growth	8,484	20.9%	1,776

Source: Intermonte SIM on FactSet Data

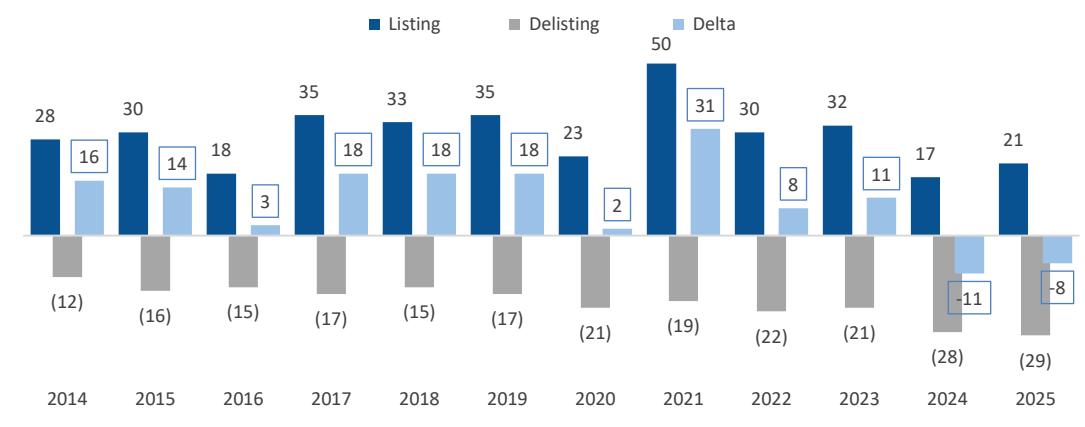
#### FNSI come anchor investor delle IPO

Un altro aspetto interessante del potenziale ruolo di FNSI è quello di poter partecipare come investitore nelle future IPO di media e piccola capitalizzazione. La presenza di un investitore di lungo periodo ed elevato standing è un elemento potenzialmente molto rilevante per facilitare l'accesso al mercato delle società italiane. La recente ripartenza delle IPO in Europa è un elemento incoraggiante

Analizzando la dinamica di quotazioni e delisting del mercato italiano negli dieci ultimi anni emerge una trend di forte peggioramento che si è acuito nel corso degli ultimi 2 anni. Infatti, il saldo tra delisting e nuove quotazioni è rimasto fortemente negativo nel corso del 2024-25 sia in termini numerici ma ancora di più in termini di saldo netto di capitalizzazione di mercato. Le nuove quotazioni hanno interessato quasi esclusivamente il segmento EGM ed emittenti con capitalizzazioni molto contenute. Al contrario, i delisting hanno invece visto coinvolte anche società di grandi dimensioni sia per effetto di operazioni straordinarie che per decisione di azionisti di procedere con il ritiro delle società dalla quotazione.

Negli ultimi due anni il saldo negativo di capitalizzazione tra nuove quotazioni e delisting è stato pari a €15.0bn.

### Dieci anni di IPO e Delisting in Numero di Società (2014-2025)



I dati escludono business combination, transfer e triple listing. Source: Borsa Italiana  
Source: Intermonte SIM

## Conclusioni

### FNSI può innescare un ritorno d'interesse per un settore in cui non mancano opportunità

A nostro parere FNSI può rappresentare un fattore positivo importante per il mercato italiano delle mid-small caps. Seppure le dimensioni iniziali attese di FNSI non siano tali da rappresentare un elemento dirompente, questo strumento rappresenta un primo elemento tangibile di collaborazione pubblico – privato per rilanciare l'interesse nell'investimento di lungo periodo di capitali su società di media e piccola capitalizzazione.

Ci aspettiamo dunque un impatto positivo legato a questa iniziativa soprattutto se verrà corredata da altri elementi di supporto come quelli in discussione sul sostegno alla ricerca azionaria sulle PMI quotate e sul rilancio dei PIR. Infine, un coinvolgimento più attivo da parte di altri investitori di rilievo come i fondi pensione sarebbe in grado di ampliar ulteriormente il lato della domanda. La combinazione di questi strumenti e l'attuale livello interessante delle quotazioni di borsa di molte mid-small caps possono consentire una ripresa significativa del settore.

L'esperienza iniziale dei PIR ha dimostrato come il bacino di potenziali investitori su questa asset class sia importante e come però sia necessario ampliare l'offerta con nuove quotazioni di società di medie dimensioni che per vari motivi hanno per ora preferito altre strade a quella della quotazione. La normativa di semplificazione degli adempimenti burocratici, di recente approvazione, e la presenza di un nuovo investitore di lungo periodo sono due ottimi elementi per poter immaginare un flusso di nuove quotazioni più sostenuto in futuro.

**DISCLAIMER****IMPORTANT DISCLOSURES**

The reproduction of the information, recommendations and research produced by Intermonte SIM contained herein and of any its parts is strictly prohibited. None of the contents of this document may be shared with third parties without authorisation from Intermonte. This report is directed exclusively at market professional and other institutional investors (Institutions) and is not for distribution to person other than "Institution" ("Non-Institution"), who should not rely on this material. Moreover, any investment or service to which this report may relate will not be made available to Non-Institution. The information and data in this report have been obtained from sources which we believe to be reliable, although the accuracy of these cannot be guaranteed by Intermonte. In the event that there be any doubt as to their reliability, this will be clearly indicated. The main purpose of the report is to offer up-to-date and accurate information in accordance with regulations in force covering "recommendations" and is not intended nor should it be construed as a solicitation to buy or sell securities. This disclaimer is constantly updated on Intermonte's website [www.intermonte.it](http://www.intermonte.it) under **LEGAL NOTICES**. Valuations and recommendations can be found in the text of the most recent research and/or reports on the companies in question. For a list of all recommendations made by Intermonte on any financial instrument or issuer in the last twelve months consult the web page **CUSTOMER AREA**.

Intermonte distributes research and engages in other approved activities with respect to Major U.S. Institutional Investors ("Majors") and other Qualified Institutional Buyers ("QIBs"), in the United States, via Plural Securities LLC under SEC 15a-6 guidelines. Intermonte is not registered as a broker dealer in the United States under the Securities Exchange Act of 1934, as amended (the "Exchange Act"), and is not a member of the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Plural Securities LLC is registered as a broker-dealer under the Exchange Act and is a member of SIPC.

**ANALYST CERTIFICATION**

For each company mentioned in this report the respective research analyst hereby certifies that all of the views expressed in this research report accurately reflect the analyst's personal views about any or all of the subject issuer(s) or securities. The analyst(s) also certify that no part of their compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendation or view in this report. The analyst(s) responsible for preparing this research report receive(s) compensation that is based upon various factors, including Intermonte's total profits, a portion of which is generated by Intermonte's corporate finance activities, although this is minimal in comparison to that generated by brokerage activities. Intermonte's internal procedures and codes of conduct are aimed to ensure the impartiality of its financial analysts. The exchange of information between the Corporate Finance sector and the Research Department is prohibited, as is the exchange of information between the latter and the proprietary equity desk in order to prevent conflicts of interest when recommendations are made. The analyst responsible for the report is not a) a resident of US; b) an associated person of a U.S. broker-dealer; c) supervised by a supervisory principal of a U.S. broker-dealer. This Research Report is distributed in the U.S. through Plural Securities LLC, 950 3rd Avenue, Suite 1702, NY 10022, USA.

**GUIDE TO FUNDAMENTAL RESEARCH**

The main methods used to evaluate financial instruments and set a target price for 12 months after the investment recommendation are as follows:

- Discounted cash flow (**DCF**) model or similar methods such as a dividend discount model (**DDM**)
- Comparison with market peers, using the most appropriate methods for the individual company analysed: among the main ratios used for industrial sectors are price/ earnings (P/E), EV/EBITDA, EV/EBIT, price /sales
- Return on capital and multiples of adjusted net book value are the main methods used for banking sector stocks, while for insurance sector stocks return on allocated capital and multiples on net book value and embedded portfolio value are used
- For the utilities sector comparisons are made between expected returns and the return on the regulatory asset base (RAB)

Some of the parameters used in evaluations, such as the risk-free rate and risk premium, are the same for all companies covered, and are updated to reflect market conditions. Currently a risk-free rate of 4.0% and a risk premium of 5.5% are being used.

Frequency of research: quarterly.

Reports on all companies listed on the FTSEMIB40 Index, most of those on the MIDEX Index and the main small caps (regular coverage) are published at least once per quarter to comment on results and important newsflow.

A draft copy of each report may be sent to the subject company for its information (without target price and/or recommendations), but unless expressly stated in the text of the report, no changes are made before it is published.

Explanation of our ratings system:

**BUY:** stock expected to outperform the market by over 25% over a 12 month period;

**OUTPERFORM:** stock expected to outperform the market by between 10% and 25% over a 12 month period;

**NEUTRAL:** stock performance expected at between +10% and - 10% compared to the market over a 12 month period;

**UNDERPERFORM:** stock expected to underperform the market by between -10% and -25% over a 12 month period;

**SELL:** stock expected to underperform the market by over 25% over a 12 month period.

Prices: The prices reported in the research refer to the price at the close of the previous day of trading

**© Copyright 2025 by Intermonte SIM - All rights reserved**

It is a violation of national and international copyright laws to reproduce all or part of this publication by email, xerography, facsimile or any other means. The Copyright laws impose heavy liability for such infringement. The Reports of Intermonte SIM are provided to its clients only. If you are not a client of Intermonte SIM and receive emailed, faxed or copied versions of the reports from a source other than Intermonte SIM you are violating the Copyright Laws. This document is not for attribution in any publication, and you should not disseminate, distribute or copy this e-mail without the explicit written consent of Intermonte SIM.

INTERMONTE will take legal action against anybody transmitting/publishing its Research products without its express authorization.

INTERMONTE Sim strongly believes its research product on Italian equities is a value added product and deserves to be adequately paid.

Intermonte Sim sales representatives can be contacted to discuss terms and conditions to be supplied the INTERMONTE research product.

INTERMONTE SIM is MiFID compliant - for our Best Execution Policy please check our Website <https://www.intermonte.it/it/avvertenze-legali/mifid-ii.html>

Further information is available.