



# LA COMPETIZIONE TRA BORSE FINANZIARIE

Rischi ed opportunità per il mercato Italiano

Roma – Novembre 2024



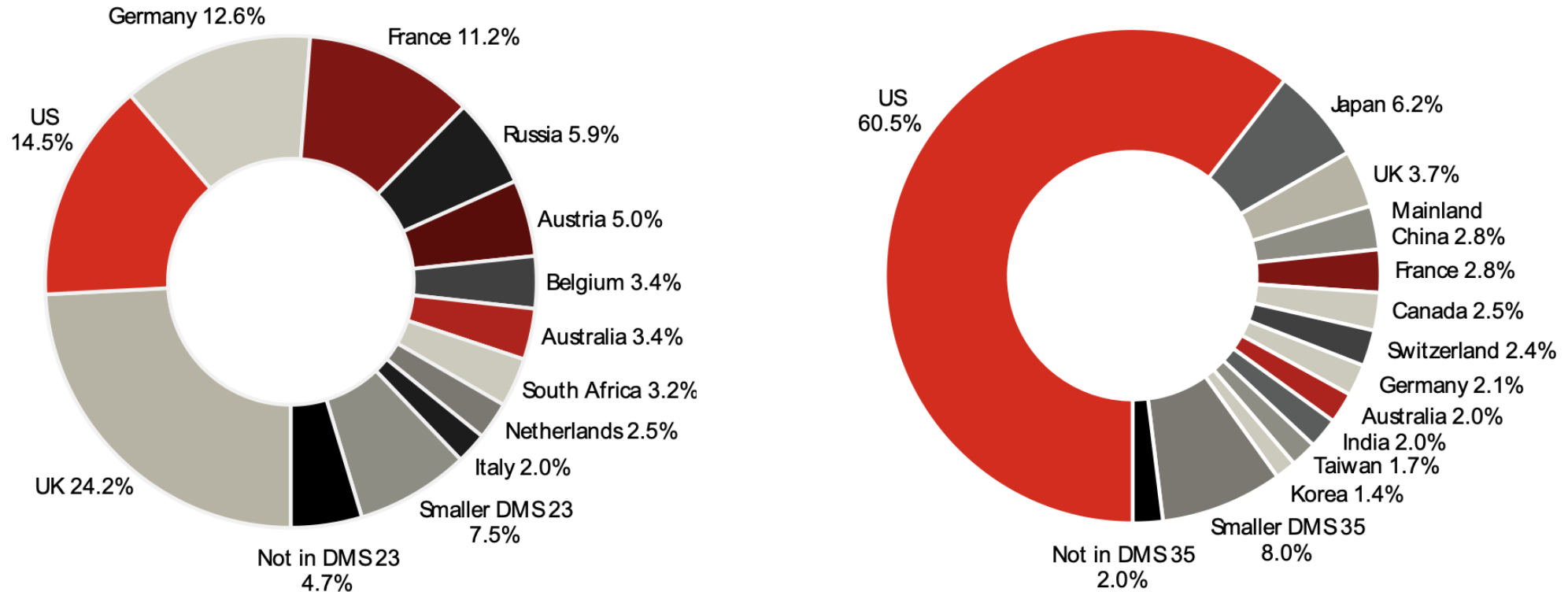
# AGENDA

1. Le Borse finanziarie a confronto
2. Ripercussioni sul mercato degli IPO
3. UK Capital Markets Reforms
4. Le Borse Finanziarie nell'UE
5. La strategia Italiana

# 1. LE BORSE FINANZIARIE A CONFRONTO

- Negli ultimi 100 anni abbiamo assistito ad una forte crescita del mercato americano.
- La borsa finanziaria USA è passata dal **14.5%** al **60.5%** della quota di mercato globale.

Figura 1. Dimensione relativa dei mercati finanziari, 1899 (sinistra) versus Gennaio 2024 (destra)



Sources: Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, DMS Database 2024; data for the right-hand chart from FTSE Russell All-World Index Series Monthly Review, December 2023

- Oltre a perdere quote di mercato relativo, la capitalizzazione del mercato Europeo rappresentato dall'indice **Stoxx Europe 600**, è cresciuta dal 2009 ad oggi solo del **25%**.
- Nello stesso periodo la capitalizzazione del **S&P 500** è cresciuta di più del **500%**.

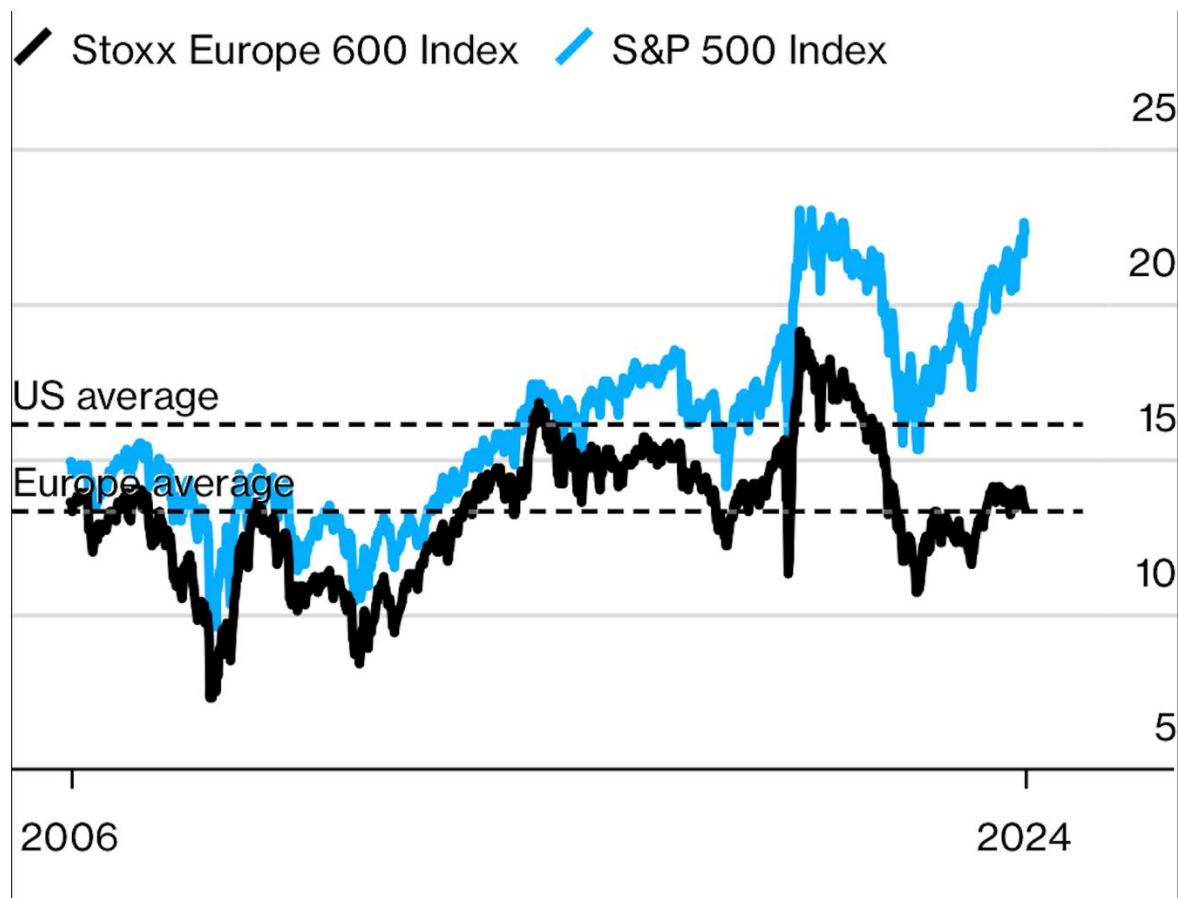
**Figura 2. Valore del S&P 500 versus Stoxx Europe 600, 2009 - 2024**



Fonte: Bloomberg

- Il **divario** di valutazione tra società quotate sul mercato Americano e società quotate sul mercato Europeo ha raggiunto i massimi storici.
- Lo Stoxx Europe 600 scambia oggi ad uno sconto del 40% sul *Forward P/E* del S&P 500.
- Questo divario non ha fatto che **aumentare** a seguito dell'elezione di Donald Trump in America che ha più volte dichiarato la volontà di adottare delle misure protezionistiche quali tariffe sui prodotti importati.

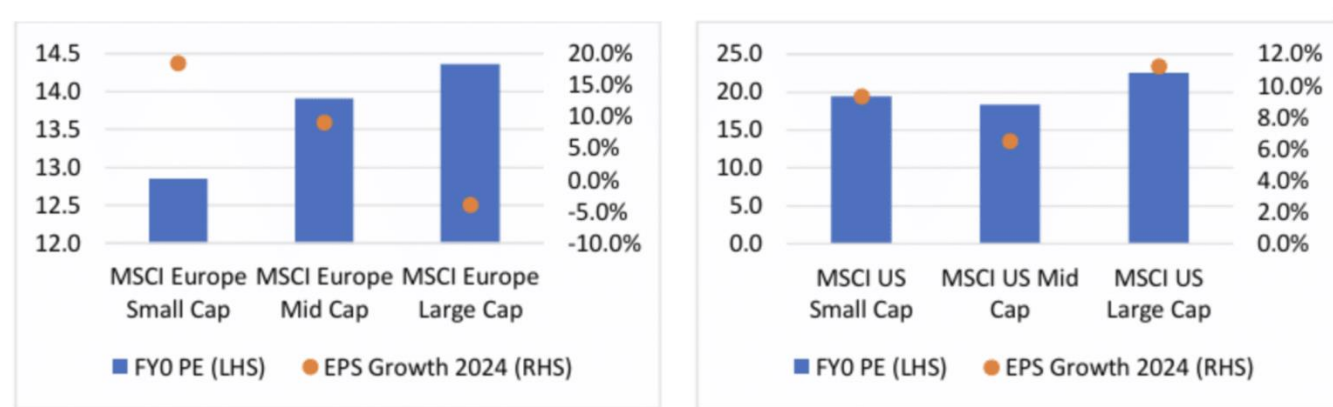
Figura 3. *Forward P/E* multiple Stoxx Europe 600 vs S&P 500



Fonte: Bloomberg

- Questo divario non sempre è giustificato dalla performance delle aziende.
- Le piccole e medie imprese Europee scambiano ad un *P/E multiple* più basso anche se l'utile per azione si assesta a dei livelli superiori rispetto alle società USA.

**Figura 4. Forward P/E multiple & EPS Growth, Stoxx Europe 600 vs S&P 500**

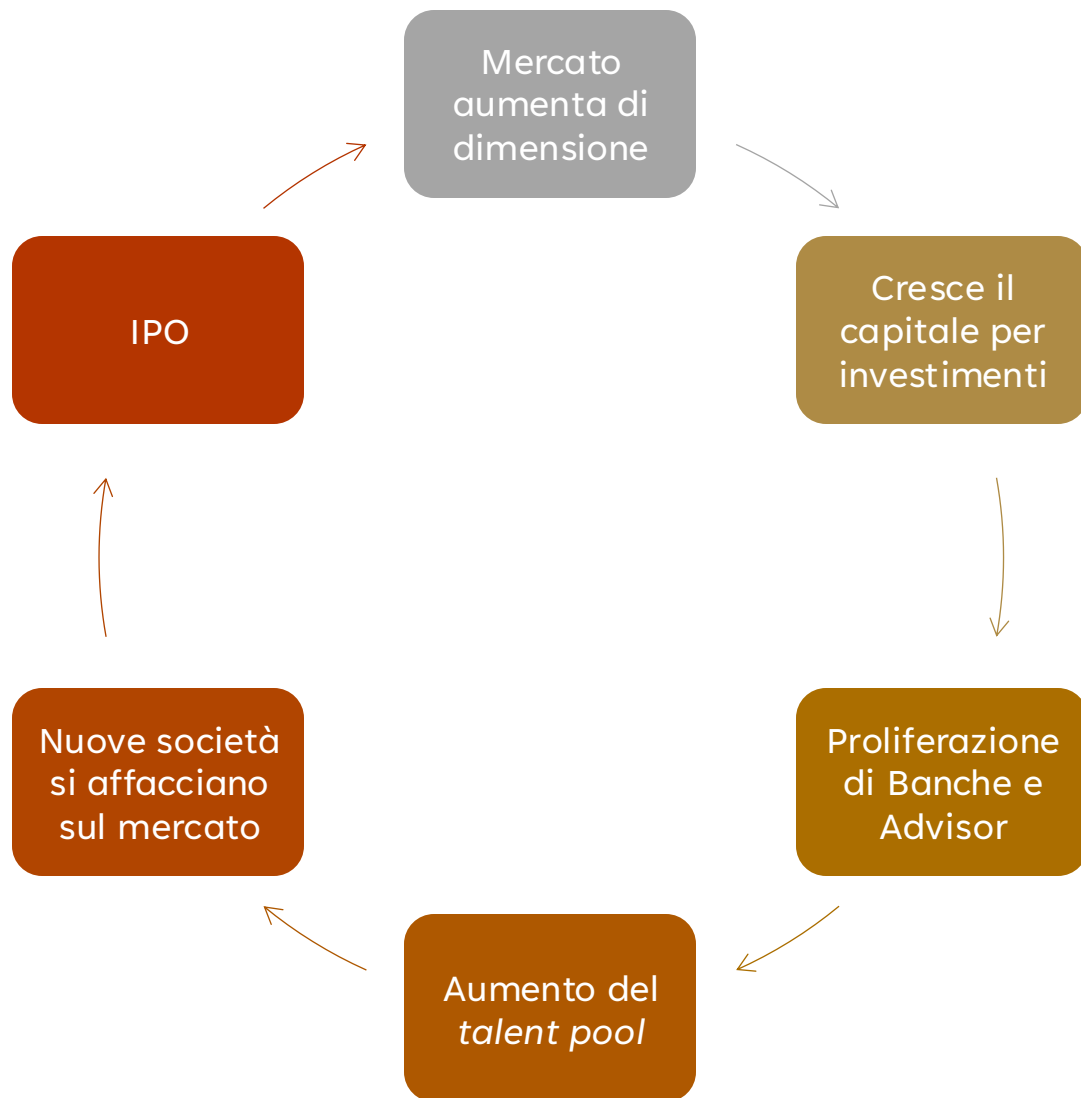


Source Bloomberg.

- MSCI Europe Small Cap Index scambia ad un multiplo Price to Earnings di 12.8x con una crescita prevista dell'earning per share pari al 18.5% di contro lo US small-cap index scambia ad un PE di 19.4x con una crescita prevista dell'earning per share pari al 9.3%.
- MSCI Europe Mid Cap Index scambia ad un multiplo Price to Earnings di di 13.9x con una crescita prevista dell'earning per share pari al 9.1% di contro l'MSCI US Mid Cap scambia ad un PE di 18.4x con una crescita prevista dell'earning per share pari al 6.5%.

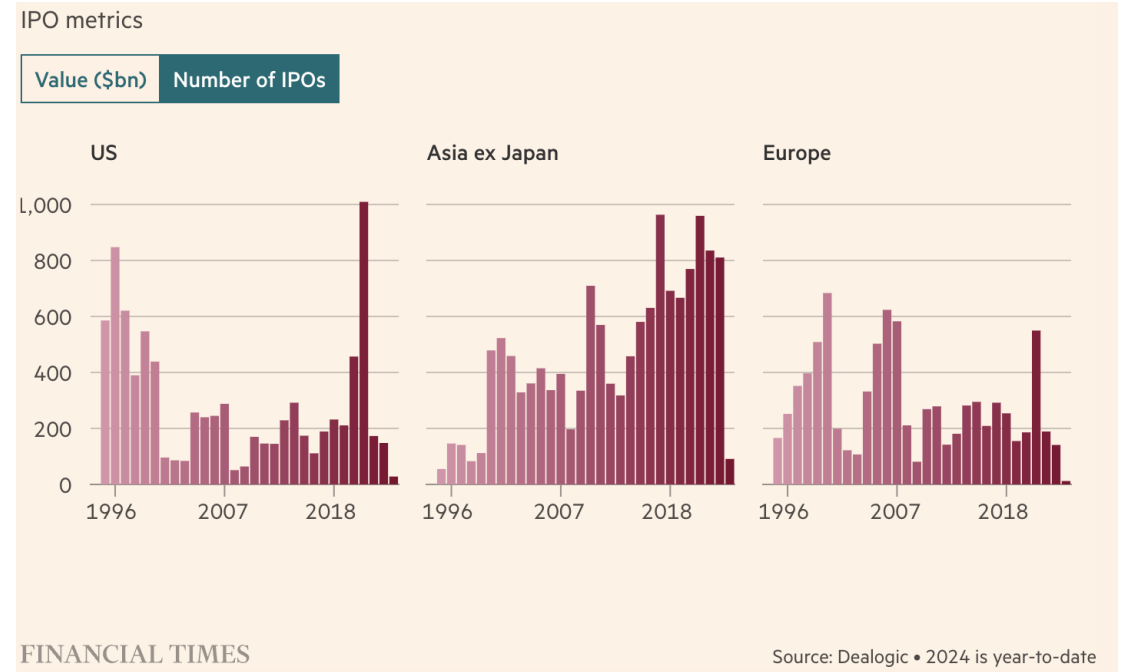
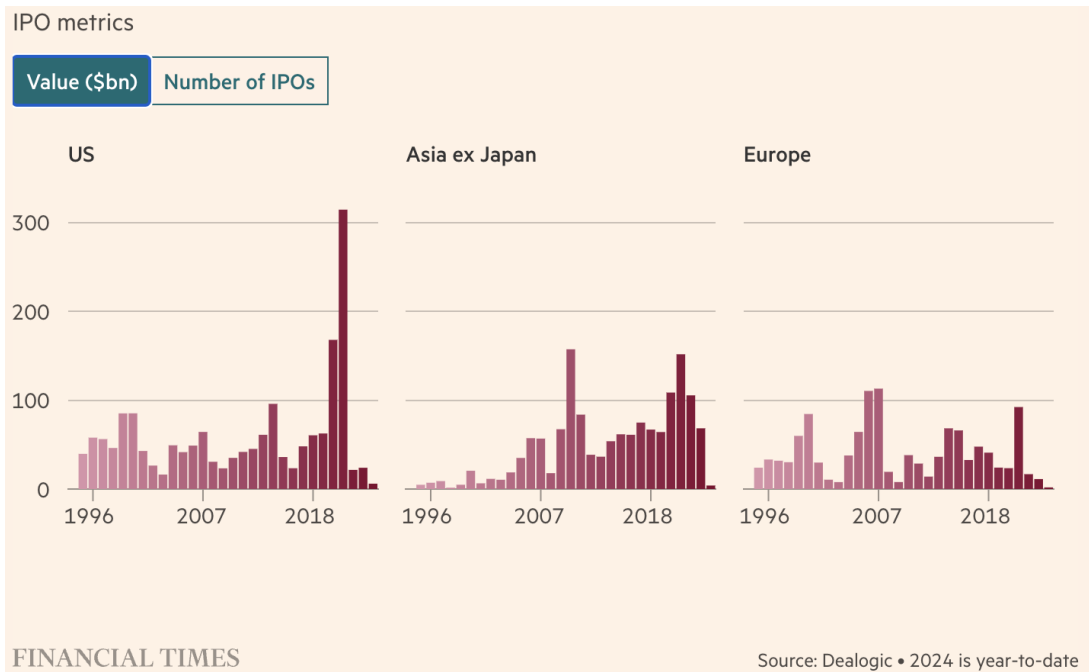
## 2. RIPERCUSSIONI SUL MERCATO DEGLI IPO

La crescita del mercato americano ha innescato un **circolo virtuoso** contro che è difficile da fermare.



- Il numero ed il valore delle operazioni di *Capital Markets* è **fortemente correlato** alle dimensioni del mercato.
- Nel periodo antecedente alla crisi finanziaria l'Europa marciava di pari passo con il mercato Americano.
- Nel 2006 e 2007 si registrava addirittura un maggior numero di IPO in Europa che in USA.
- E' nel periodo successivo alla crisi finanziaria del 2008 che abbiamo iniziato a vedere l'aumento delle quotazioni in America crescere ad un ritmo molto superiore rispetto alle quotazioni in Europa.

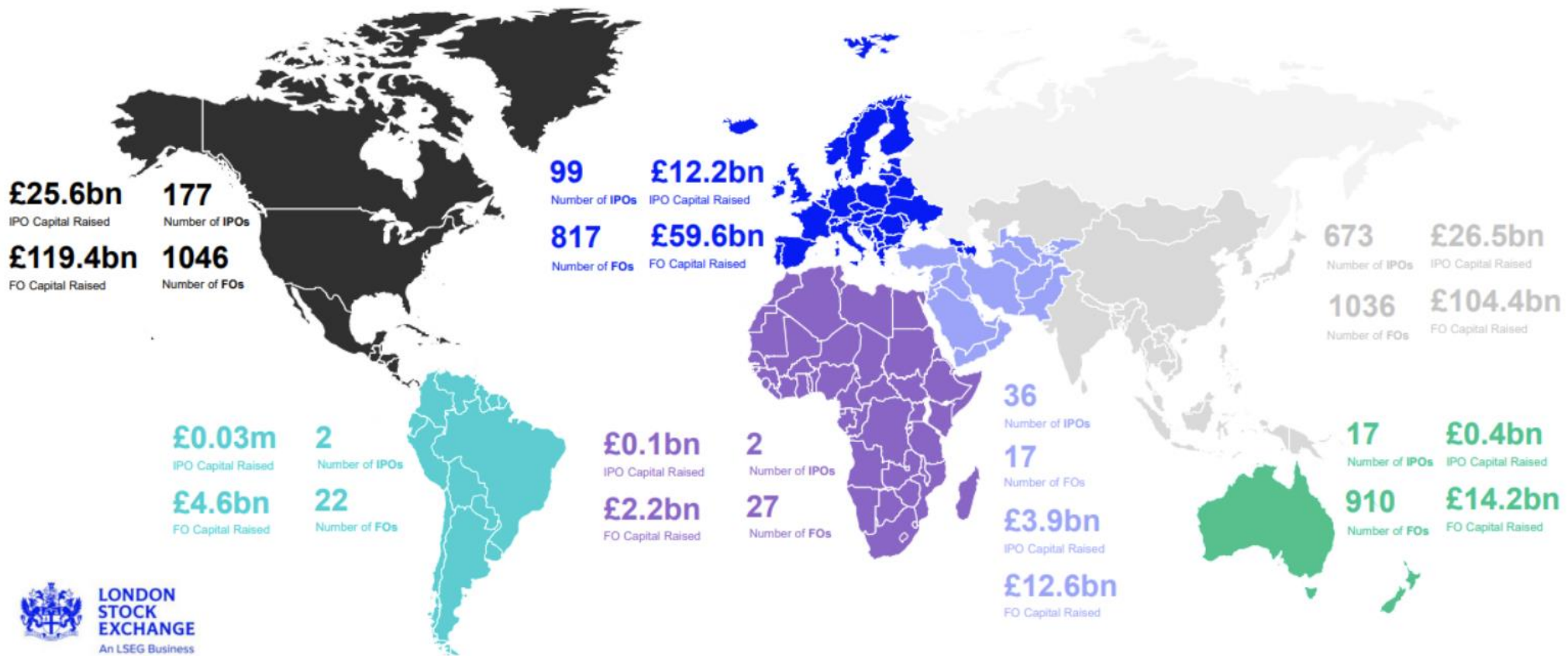
Figura 5. Valore complessivo (sinistra) e numero totale (destra) degli IPO in US, Asia (ex Japan) ed Europa, 1995 - 2024





- Il 2024 non fa che confermare questo trend con il mercato USA che vede circa il doppio degli IPO rispetto a tutto il mercato Europeo, sia per numero totale che per valore complessivo delle operazioni.

Figura 6. Operazioni di Capital Markets, 1 Gennaio – 30 Settembre 2024



Fonte: London Stock Exchange & Dealogic

- Il mercato USA rappresenta una minaccia crescente per i mercati Europei, specialmente oggi che le aziende sono più mobili che mai.
- In passato, infatti, esisteva un **legame indissolubile** tra aziende e territorio. Le società erano fortemente radicate nell'economia locale in quanto:
  - la produzione avveniva sul territorio;
  - la grande maggioranza dei clienti era basata sul territorio; e
  - il capitale e gli azionisti erano del territorio.
- Questo forte radicamento nel territorio portava le imprese che decidevano di quotarsi in borsa a scegliere automaticamente il mercato nazionale.
- L'avvento della globalizzazione ha portato allo stravolgimento di questo paradigma in quanto si **affievolisce il collegamento tra impresa e territorio**.
  - la produzione, se applicabile, è sparsa e si concentra di solito dove costa meno;
  - i clienti sono globali; e
  - il capitale e gli azionisti sono un mix tra locali ed internazionali.
- Negli ultimi anni abbiamo assistito ad un numero crescente di aziende nate e cresciute in Europa che hanno optato per una quotazione nel mercato americano spinti da valutazioni più alte ed accesso ad un pool di capitale maggiore

## Klarna chooses New York over London for much-anticipated IPO

US filing by one of world's largest buy now, pay later firms seen as another blow to London Stock Exchange



BBC

Home News Sport Business Innovation Culture Arts Travel Earth Video Live

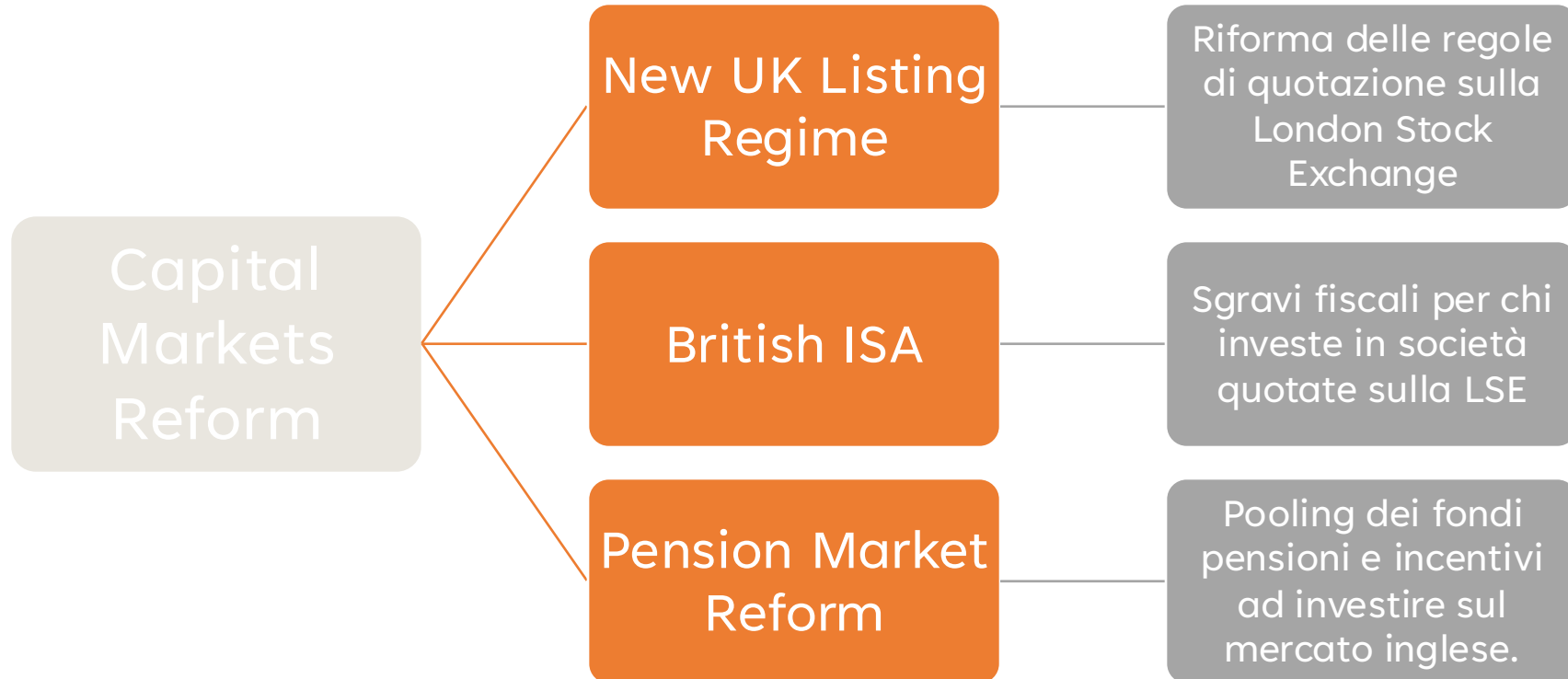
## Arm opts for New York stock listing in blow to London

3 March 2023

Share ↻ Save +

### 3. UK CAPITAL MARKETS REFORMS

- L'Inghilterra è stato tra i primi paesi in Europa a riconoscere la necessità di agire al fine di proteggere la Borsa finanziaria.
- La **riforma** approvata dal Governo dei Conservatori guidato da Rishi Sunak si è focalizzata su 3 direttrici:



# UK LISTING REGIME

- Le nuove regole di quotazione della Borsa di Londra, introdotte dalla Financial Conduct Authority (**FCA**), rappresentano la riforma più significativa degli ultimi 30 anni. L'obiettivo è rendere il mercato britannico più competitivo, attrarre maggiori investimenti e frenare il declino delle quotazioni post-Brexit. Tra le principali novità:
  - **Eliminazione delle categorie Premium e Standard:** Le società saranno inserite in una categoria unica, con requisiti più flessibili e procedure semplificate per facilitare l'accesso alla quotazione, soprattutto per aziende di piccole dimensioni o in rapida crescita.
  - **Diritti di voto rafforzati:** I fondatori e gli amministratori potranno mantenere il controllo attraverso voti multipli, una pratica già comune negli Stati Uniti, volta ad attrarre startup e aziende tecnologiche.
  - **Minor burocrazia:** Non sarà più necessario fornire tre anni di dati finanziari storici o dichiarazioni di capitale circolante, semplificando i processi per le IPO.
  - **Snellimento delle approvazioni degli azionisti:** I voti non saranno richiesti per transazioni significative con parti correlate, ma rimarranno obbligatori per operazioni come acquisizioni inverse e riacquisti di azioni.
- Queste misure mirano a riportare Londra tra le principali piazze finanziarie globali, competendo con New York e altri mercati.
- La riforma rappresenta un tentativo ambizioso di modernizzare il mercato londinese e rispondere alle sfide della Brexit e del calo delle IPO nel Regno Unito

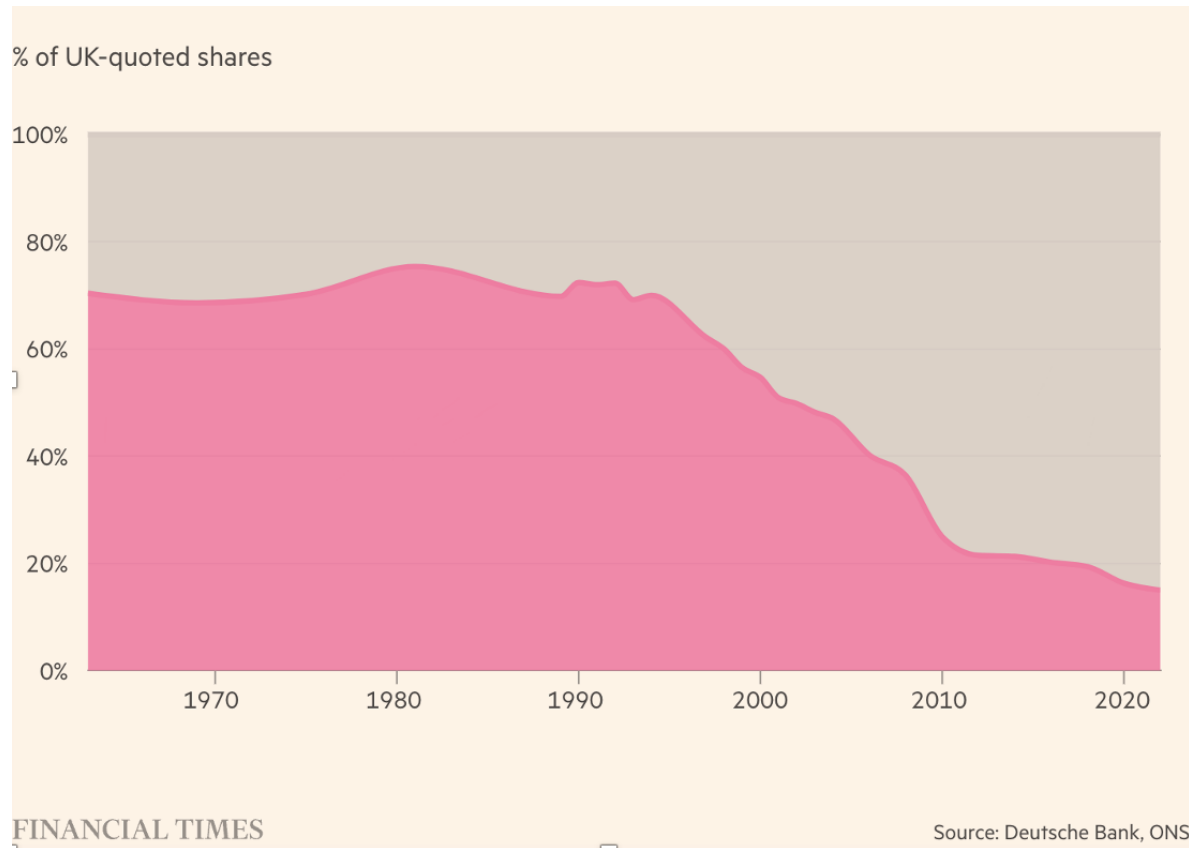
	Premium	Standard	New Category
<b>Minimum market capitalisation</b>	£30 million	£30 million	£30 million
<b>Historical financial information on 75% of business covering three years</b>	Required	Not Required	Not required
<b>Three-year revenue track record</b>	Required	Not required	Not required
<b>Clean working capital statement</b>	Required	Not required	Not required
<b>Free float</b>	10%	10%	10%
<b>Independence</b>	Required	Not required	No specific eligibility requirement or continuing obligations in relation to independence and control of business
<b>Control of business</b>	Required	Not required	Existing prospectus disclosure should continue to identify any relevant risks to independence or control of business
<b>Dual class share structures/weighted voting rights</b>	Permitted but subject to the following restrictions: <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Takeover deterrent or use to prevent director removal</li> <li>▪ Five-year sunset clause</li> <li>▪ 20:1 cap on voting ratio</li> <li>▪ Restrictions on transfer</li> </ul>	No restrictions	Permitted but can only be held by (i) directors; (ii) pre-IPO investors; (iii) employees; or (iv) persons established for the sole benefit or solely owned and controlled by a person who falls under (i), (ii) or (iii)  No sunset clause required for natural persons. Pre-IPO investors that are legal persons subject to a maximum 10-year period after which enhanced voting rights should expire  Limited restrictions on when weighted voting rights can be exercised, as well as

Fonte: Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, 2024

# «BRITISH» ISA & PENSION MARKET REFORM

- I privati, i fondi pensioni e le assicurazioni investono sempre meno su titoli quotati sul mercato inglese.
- Se nel 1980 l'80% dei fondi gestiti da privati, assicurazioni e fondi pensioni compravano titoli quotati sul London Stock Exchange la percentuale è ora scesa a meno del 20%.

**Figura 7. Percentuale degli investimenti di privati, fondi pensione e fondi assicurativi investiti su titoli quotati sul LSE**



- Per contrastare questo declino, il Governo ha deciso di detassare l'investimento dei privati sul mercato nazionale e riformare il sistema pensionistico.

## “British” ISA

- L'Individual Savings Account (ISA) è un tipo di conto di risparmio disponibile nel Regno Unito che offre agevolazioni fiscali per incoraggiare le persone a risparmiare o investire.
- I proventi di un ISA, come interessi o guadagni in conto capitale, non sono soggetti a tasse.
- Esistono diversi tipi di ISA, ognuno con caratteristiche specifiche.
- L'ultimo ISA introdotto è il British ISA che permette di investire fino a GBP 5,000 in azioni di società quotate inglesi in maniera esentasse.
- Sia i guadagni in conto capitale e i dividendi sono esentasse.

## Pension Market Reform

- I fondi pensione inglesi gestiscono circa £3 trillion.
- Il mercato è estremamente frammentato (si contano circa 8,000 fondi pensione diversi) il che rende molto difficile indirizzare i risparmi verso il mercato nazionale.
- Il governo ha deciso di aggregare i risparmi gestiti dai fondi pensione in dei "superfondi" in grado di operare in maniera più significativa sul mercato

Fonte: Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, 2024

# 4. LE BORSE FINANZIARIE NELL'UE

- L'Unione Europea si trova in una situazione molto particolare:
  - E' un Borsa Finanziaria grande se la consideriamo come somma dei singoli mercati che operano sul territorio; oppure
  - E' un insieme di Borse Finanziarie molto piccole.

Figura 8. Mercati Europei a confronto, 2024

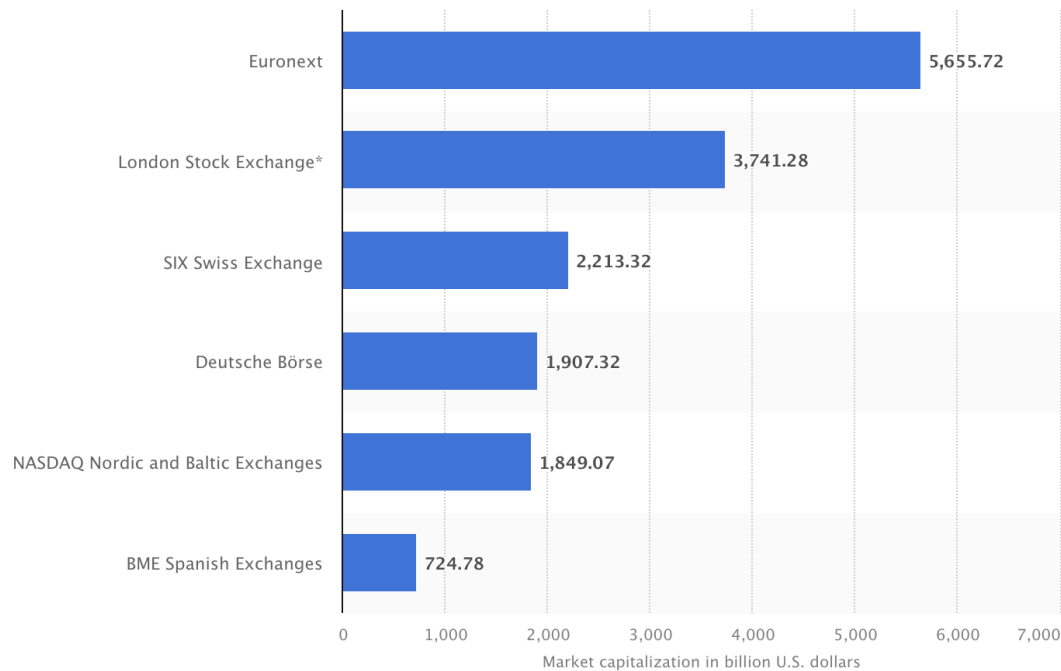


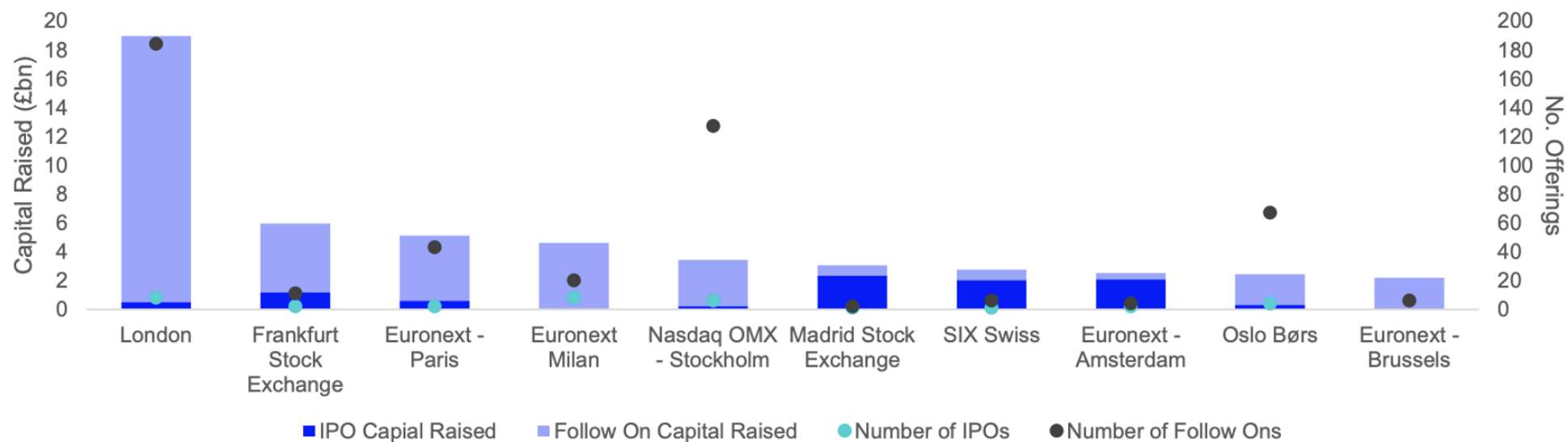
Figura 9. Top 10 dei mercati mondiali per Capitalizzazione, 2024

Rank	Exchange name	Country	Domestic market cap (dollars)
1	New York Stock Exchange (NYSE)	USA	\$27,876,292.90
2	Nasdaq	USA	\$25,914,307.90
3	Japan Exchange Group	Japan	\$6,246,074.78
4	Shanghai Stock Exchange	China	\$6,350,622.64
5	National Stock Exchange (NSE) of India	India	\$5,055,163.02
6	Euronext	Europe	\$7,148,962.99
7	Hong Kong Exchanges and Clearing	Hong Kong	\$4,115,775.02
8	Shenzhen Stock Exchange	China	\$3,821,844.20
9	Toronto Stock Exchange (TMX Group)	Canada	\$3,194,035.69
10	Korea Exchange	South Korea	\$1,947,717.56



- Lo stesso discorso vale per il mercato degli IPO.
- Il London Stock Exchange domina il panorama Europeo per numero di operazioni di Capital Markets solo se lo paragoniamo alle Borse Finanziarie dei singoli paesi.

Figura 10. Operazioni di Capital Markets in Europa, 2024



Fonte: London Stock Exchange

- Consapevole dell'importanza di una disciplina omogenea, e con l'intento di promuovere la creazione di un Mercato Unico dei Capitali (Capital Markets Union, CMU), L'Unione Europea ha introdotto l'8 Ottobre 2024 **L'EU Listing Act**.
- L'EU Listing Act mira a semplificare e incentivare le procedure di accesso ai mercati finanziari per le imprese europee, in particolare per le piccole e medie imprese (PMI). L'obiettivo principale è migliorare l'attrattiva delle borse europee come piattaforme di raccolta di capitale e promuovere la competitività del mercato dei capitali dell'UE.
- **Obiettivi principali:**
  - Facilitare gli IPO riducendo la complessità burocratica e i costi associati alla quotazione in borsa;
  - Semplificare gli obblighi di trasparenza e reporting ridimensionando gli obblighi informativi e regolamentari per le imprese già quotate;
  - Promuovere la liquidità e l'efficienza dei mercati finanziari; e
  - Uniformare le normative a livello europeo così da rendere più facile per le imprese operare e raccogliere capitale in diversi Stati membri.
- **Vantaggi attesi:**
  - Maggiore accesso ai mercati dei capitali: Le imprese, in particolare le PMI, avranno un accesso più agevole ai finanziamenti attraverso le borse.
  - Rilancio del mercato europeo dei capitali: Contrastare il calo delle IPO nell'UE e aumentare la competitività rispetto a mercati come gli Stati Uniti o l'Asia.
  - Rafforzamento del CMU: Sostenere l'integrazione dei mercati finanziari europei.

## 5. LA STRATEGIA ITALIANA

- Borsa Italiana fa parte di Euronext.
  - Euronext è una delle principali borse valori europee e rappresenta un mercato integrato che collega diverse piazze finanziarie di vari paesi.
  - Euronext nasce con l'obiettivo di creare un mercato unico europeo per il trading di strumenti finanziari.
  - Fondata nel 2000 dalla fusione delle borse di Parigi (Francia), Amsterdam (Paesi Bassi) e Bruxelles (Belgio).
  - Successivamente si è espansa acquisendo altre borse, come Lisbona (Portogallo) e Dublino (Irlanda), e la Borsa Italiana (Italia) nel 2021.
- Le società che decidono di quotarsi sull'Euronext possono scegliere il mercato, in cui quotarsi ed il regolatore a cui essere sottoposti tra quello del paese di quotazione e quello del paese cui ha sede l'azienda.
- Questa flessibilità è sia un rischio che un'occasione per Piazza Affari che se gioca bene le sue carte può diventare il mercato di riferimento all'interno del circuito Euronext.
- Punto di partenza di qualsiasi azione del governo è il riconoscimento che Piazza Affari oggi non può competere con le Borse Finanziarie americane né tantomeno con il London Stock Exchange.
- La strategia Italiana, se vuole essere efficace, deve svilupparsi su due direttrici:
  - Lavoro in sede UE per rendere il mercato Europeo più attraente rispetto al mercato USA e UK; e
  - Interventi sulla normativa Italiana al fine di rendere la Borsa di Milano la migliore tra le possibili opzioni del mercato Europeo.

- In sede UE, il Governo Italiano deve spingere al fine di aumentare le risorse destinate ad investire in società private e quotate.
  - Il rapporto sulla competitività di Mario Draghi, infatti, evidenzia come le famiglie europee hanno risparmiato 1.390 miliardi di euro soltanto nel 2022, mentre negli Usa questo valore si è fermato a 840 miliardi di dollari.
  - Nonostante questo tasso molto alto di risparmi privati, poche risorse finiscono per finanziare le aziende in quanto la maggior parte dei risparmi rimangono sul conto corrente o investiti su titoli di stato.

**Figura 11. Composizione dei portafoglio dei Fondi Pensionistici Complementari in Italia, 2023**

Forme pensionistiche complementari – Investimenti domestici <i>(dati di fine anno; importi in milioni di euro; valori percentuali)</i>	2022				2023			
	Investimenti domestici		Per memoria: Totale		Investimenti domestici		Per memoria: Totale	
	Importo	% Importo	%	Importo	% Importo	%	Importo	%
<b>Attività</b>								
Titoli di Stato	26.125	15,4	63.107	37,1	26.683	14,1	73.035	38,7
Altri titoli di debito	2.587	1,5	29.683	17,5	2.838	1,5	32.783	17,3
Titoli di capitale	1.494	0,9	33.979	20,0	1.746	0,9	40.505	21,4
OICVM	1.749	1,0	20.378	12,0	1.708	0,9	23.395	12,4
Altri OICR	2.398	1,4	5.738	3,4	2.582	1,4	6.410	3,4
- di cui: fondi immobiliari	1.739	1,0	2.087	1,2	1.708	0,9	2.284	1,2
Immobili	896	0,5	896	0,5	825	0,4	825	0,4
Partecipazioni in soc. immob.	199	0,1	199	0,1	212	0,1	212	0,1
<b>Totale</b>	<b>35.448</b>	<b>20,8</b>	<b>153.981</b>	<b>90,6</b>	<b>36.594</b>	<b>19,4</b>	<b>177.165</b>	<b>93,8</b>
Liquidità			10.972	6,5			9.455	5,0
Polizze assicurative			2.599	1,5			2.638	1,4
Altre attività e passività			2.495	1,5			-302	-0,2
<b>Totale attività</b>			<b>170.048</b>	<b>100,0</b>			<b>188.955</b>	<b>100,0</b>
<i>Per memoria:</i>								
<b>Investimenti immobiliari</b>	<b>2.834</b>	<b>1,7</b>	<b>3.182</b>	<b>1,9</b>	<b>2.745</b>	<b>1,5</b>	<b>3.321</b>	<b>1,8</b>
- immobili	896	0,5	896	0,5	825	0,4	825	0,4
- fondi immobiliari	1.739	1,0	2.087	1,2	1.708	0,9	2.284	1,2
- partecipazioni in soc. immob.	199	0,1	199	0,1	212	0,1	212	0,1

Per gli OICVM, l'individuazione della componente domestica è basata sui titoli a essi sottostanti ("Principio del look-through", cfr. Glossario). Per quanto riguarda i fondi immobiliari e gli altri OICR, tale individuazione è basata sulla domiciliazione in Italia dei fondi stessi.



Fonte:COVIP, Relazione 2023

- Sul piano nazionale, il Governo deve continuare a semplificare il processo di IPO.
  - Il DDL Capitali approvato il 6 Febbraio 2024 è un passo nella giusta direzione ma non è altro che il primo dei tanti necessari.
  - Un secondo intervento auspicabile è l'introduzione di un credito d'imposta pari ai costi di quotazione sul mercato.

# CONCLUSIONI

---

A seguito della crisi finanziaria del 2008, il divario di valutazione tra mercato Americano e mercato Europeo ha iniziato ad ampliarsi andando a toccare i massimi storici dopo l'elezione di Donald Trump come 47esimo Presidente USA.

---

Il governo Inglese è stato tra i primi in Europa a riconoscere la necessità di interventi normativi volti a proteggere ed rilanciare la Borsa finanziaria nazionali.

---

Se l'Europa non vuole rassegnarsi all'irrilevanza, deve focalizzarsi sulla creazione di un polo finanziario capace di competere con l'America e l'Inghilterra. Punto di partenza deve essere l'aumento drastico delle risorse che investono in aziende quotate e non.

---

Oltre a lavorare in sede Europea, l'Italia deve continuare a lavorare al fine di rendere la quotazione sulla Borsa di Milano l'opzione preferita dalle società che decidono di quotarsi in Europa.