

Audizione Direttore Generale Alessandro Rivera

VI Commissione Finanze della Camera

Risparmio e investimenti nel sistema produttivo

29 luglio 2020

Introduzione

Gentile Presidente, onorevoli deputati, desidero innanzitutto ringraziare per l'invito a partecipare a questo ciclo di audizioni sul tema della tutela del risparmio e del suo impiego a sostegno degli investimenti nell'economia reale.

“La Repubblica tutela e incoraggia il risparmio in tutte le sue forme”, sancisce l'articolo 47 della Costituzione, segnalando con incisività come il compito delle istituzioni debba essere non solo quello di *tutelare l'integrità* dei risparmi ma anche quello di *incoraggiarne* la *trasformazione* in investimenti produttivi, a sostegno della crescita e dei livelli occupazionali.

Questo processo trasformativo si realizza necessariamente attraverso l'insieme degli intermediari bancari e finanziari, e delle infrastrutture di mercato, che connettono la domanda di risorse finanziarie da parte delle imprese con l'offerta di risparmio da parte di individui e famiglie, offrendo alle prime le risorse necessarie al loro sviluppo, e ai secondi la possibilità di *scegliere e diversificare* tra una gamma ampia di investimenti, in relazione alla diversità di propensione al rischio, aspettative di rendimento e orizzonte temporale dell'investimento.

Per sostenere la competitività, la creazione di posti di lavoro e la crescita inclusiva le istituzioni pubbliche sono chiamate a svolgere due compiti fondamentali: facilitare il funzionamento di tale sistema di intermediazione, e intervenire per rimuovere gli ostacoli che ne impediscano il corretto funzionamento (i cc.dd. “fallimenti del mercato”).

Oggi più che mai tale ruolo è cruciale, alla luce dell'epidemia: in ragione dell'indeterminatezza dei fattori attinenti alla dinamica del COVID19, risulta complesso prevedere gli sviluppi e l'intensità della presente crisi. Sono chiari tuttavia i meccanismi di trasmissione della stessa, nell'ambito dei quali i mercati finanziari e il sistema bancario, pur non essendone l'epicentro, giocano un ruolo importante potendone amplificare ovvero contenere gli effetti.

Proprio per il rilievo che una corretta interazione tra istituzioni pubbliche, intermediari e mercati può avere nel contenimento della crisi e rilancio

dell'economia, vorrei concentrare il mio intervento su detta interazione, strutturando l'audizione a tal fine in tre parti.

Nella prima parte verrà fornita una rapida fotografia del sistema bancario e dei mercati dei capitali nazionali per illustrare la ricchezza finanziaria in Italia (stock e scelte di investimento), in rapporto ad altri *peer* europei e tenendo in considerazione anche le dinamiche innescate dalla pandemia COVID19.

A fronte di questo quadro si descrivono nella seconda parte le iniziative strutturali che erano state già avviate prima di COVID19 per rimuovere gli ostacoli al funzionamento dei mercati di capitale a servizio di imprese e investitori, e per costruire un quadro normativo e amministrativo che ne promuova la crescita.

Si conclude con una ricognizione degli strumenti congiunturali che, in conseguenza del COVID19, devono necessariamente accompagnarsi a livello nazionale ed europeo ai suddetti interventi strutturali, per fare fronte alle sfide attuali e porre le precondizioni per il rilancio dell'economia.

1. LA SITUAZIONE ATTUALE

1.1. Stato di salute dell'industria bancaria italiana

Key points:

- Nonostante il settore bancario sia esposto a rischi di impatto economico della pandemia COVID-19, **gli intermediari italiani si trovano ad affrontare la situazione da una posizione nel complesso più solida rispetto all'avvio della crisi finanziaria del 2008**. I prestiti a famiglie e imprese sono ora finanziati interamente dai depositi e non emergono segnali di sfiducia dei risparmiatori nei confronti delle banche
- Lo shock macroeconomico causato dalla pandemia potrebbe tuttavia generare un **forte incremento del tasso di deterioramento dei prestiti** e la crisi conseguente alla pandemia potrebbe inoltre produrre un **forte indebolimento della redditività delle banche italiane**
- Diventerà **cruciale accelerare i processi di revisione dei business model già avviati**, quali la riduzione dei costi attraverso la razionalizzazione delle strutture distributive e la digitalizzazione dei servizi offerti alla propria clientela

La contrazione dell'attività economica ha ridotto la domanda per servizi finanziari e ha inciso sulla capacità di famiglie e imprese di far fronte ai propri debiti, esponendo il settore bancario a rischi di impatto economico della pandemia

COVID-19. Le tensioni sui mercati finanziari hanno contribuito ad aumentare il costo del finanziamento all'ingrosso e la raccolta di nuovo capitale.

Gli intermediari italiani si trovano tuttavia ad affrontare i nuovi rischi da una posizione nel complesso più solida rispetto all'avvio della crisi finanziaria del 2008. i prestiti a famiglie e imprese sono ora finanziati interamente dai depositi e non emergono segnali di sfiducia dei risparmiatori nei confronti delle banche. Tra il 2007 e il 2019 il rapporto tra il capitale di migliore qualità e gli attivi ponderati per il rischio è quasi raddoppiato. Gli squilibri nei bilanci causati dalla crisi dei debiti sovrani in Europa sono stati in larga parte riassorbiti o contenuti: l'incidenza dei crediti deteriorati si è ridotta di due terzi rispetto al picco del 2015; l'impatto sul capitale delle perdite di valore dei titoli di Stato è mitigato dalla diminuzione della quota di quelli valutati al *fair value* avvenuta negli ultimi anni. Un contributo essenziale alla stabilità delle banche italiane proviene dalle misure varate dalle autorità nazionali ed europee per fronteggiare gli effetti economici dell'emergenza sanitaria ed evitare effetti prociclici dei requisiti prudenziali.

Lo shock macroeconomico causato dalla pandemia potrebbe tuttavia generare un forte incremento del tasso di deterioramento dei prestiti. Secondo le stime di Banca d'Italia, per ogni riduzione del PIL di un punto percentuale – mantenendo le altre variabili costanti – il flusso di nuovi crediti deteriorati, valutato in rapporto al totale dei prestiti in bonis, tende ad aumentare di 2 decimi di punto per le imprese e di 1 per le famiglie.

La crisi conseguente alla pandemia potrebbe inoltre produrre un forte indebolimento della redditività delle banche italiane¹. Inoltre, la contrazione dell'attività economica accentuerà la flessione dei ricavi da interesse e, se protratta nel tempo, determinerà un aumento nel costo del rischio; d'altro canto **il perdurare di tensioni sui mercati finanziari potrebbe tradursi in un calo di sottoscrizioni di prodotti del risparmio gestito e in una conseguente riduzione delle commissioni.**

I suddetti rischi rafforzano l'importanza di **accelerare i processi di revisione dei business model già avviati, quali la riduzione dei costi attraverso la razionalizzazione delle strutture distributive e la digitalizzazione dei servizi offerti alla propria clientela.**

1.2. Stato di salute della finanza di mercato in Italia

Key points:

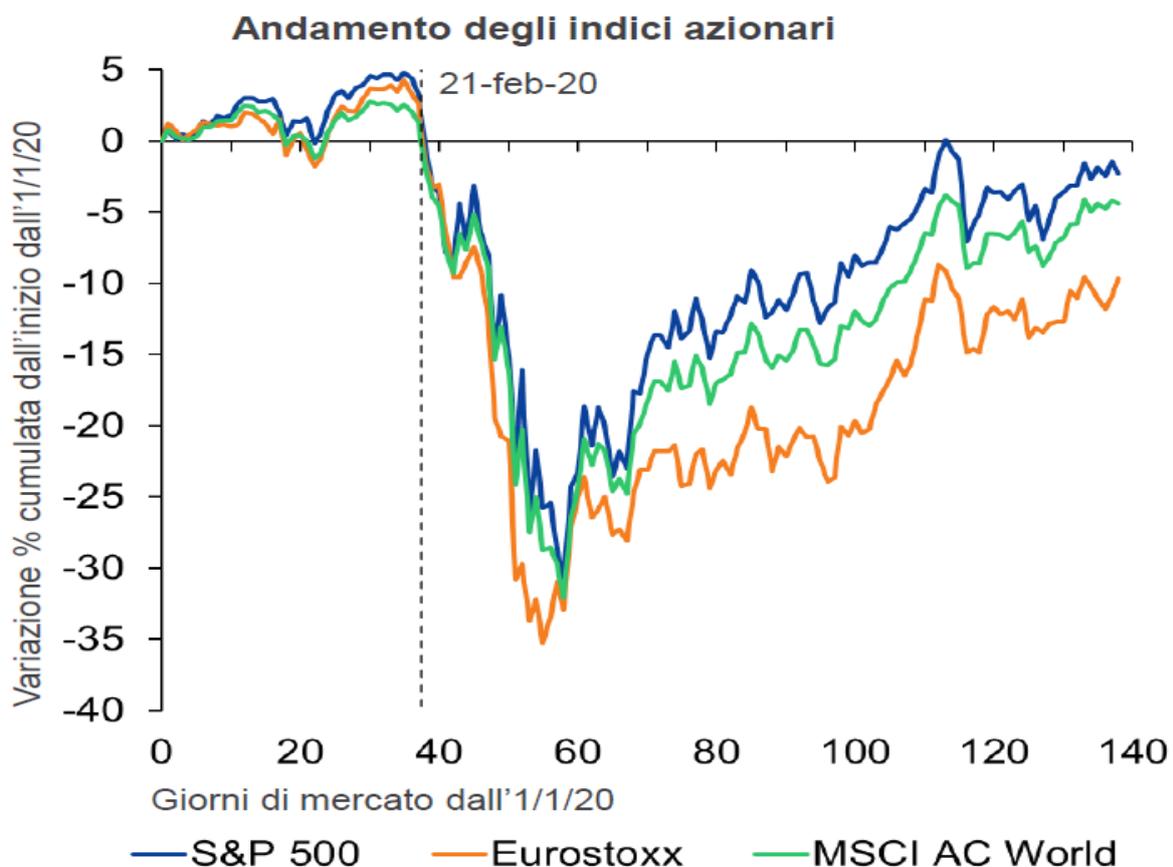
- **A livello globale, il primo trimestre dell'anno ha fatto registrare forti turbolenze sui mercati azionari riflesse in ampi cali dei corsi e**

¹ Secondo alcune simulazioni, se il tasso di copertura delle inadempienze probabili raggiungesse quello delle sofferenze, le rettifiche di valore aggiuntive ammonterebbero a 15 miliardi, superiori agli utili lordi medi annuali registrati dal sistema bancario nell'ultimo triennio, pari a 12 miliardi

un'accentuata volatilità. Superata la fase più acuta, **i mercati hanno segnato un recupero**, sia pure eterogeneo tra aree geografiche e settori, grazie alle straordinarie misure di politica monetaria e di bilancio annunciate e adottate.

- Quanto all'Italia, **il nostro mercato azionario ha registrato il calo più significativo dopo quello del mercato spagnolo.** Anche la nostra industria del risparmio gestito ha risentito del contesto macroeconomico nel primo trimestre, evidenziando tuttavia un trend in netta ripresa a partire da aprile-maggio
- Nel complesso **i mercati hanno assolto la loro funzione di fonte di finanziamento**, anticipando per certi versi la ripresa economica. Va però tenuto monitorato il rischio di disallineamento rispetto ai valori fondamentali

Per quanto concerne i mercati **su scala globale**, la forte incertezza sulle prospettive economiche globali generata dalla pandemia COVID19 e l'aumento dell'avversione al rischio degli investitori hanno innescato **forti turbolenze sui mercati azionari che nel primo trimestre dell'anno si sono riflesse in ampi cali dei corsi e un'accentuata volatilità.**

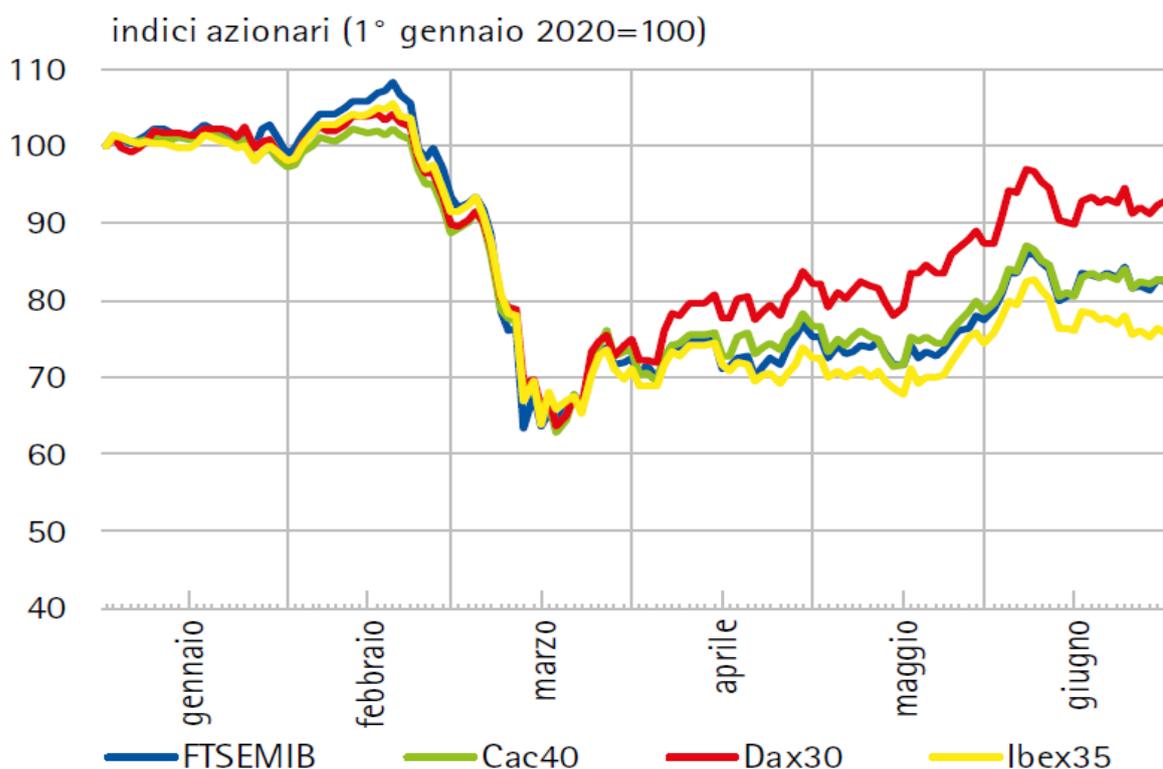


Fonte: Prometeia, Wealth Insight: il contesto macroeconomico e finanziario, dati al 13/07/2020

Superata la fase più acuta, anche a seguito dell'avvio delle poderose misure di contrasto alla crisi, si è registrato tuttavia un recupero, sia pure eterogeneo tra aree geografiche e settori, grazie alle straordinarie misure di politica monetaria e di bilancio annunciate e adottate a livello globale, nell'area euro e in ambito domestico.

Nel complesso quindi, i mercati hanno continuato a svolgere efficacemente la loro funzione di fonte di finanziamento e di strumento di risk management per imprese e investitori.

Quanto all'Italia, dall'inizio dell'anno, in particolare, nel confronto con i principali Paesi dell'area euro, **il mercato azionario italiano ha registrato il calo più significativo dopo quello del mercato spagnolo** (Consob, 2020).



Andamento dei corsi azionari nei principali Paesi dell'area euro

Fonte: *Consob, La crisi Covid-19 Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata, 2020*

Nei primi 6 mesi del 2020, le incertezze sui mercati per effetto dell'emergenza sanitaria Covid-19 si sono riflesse, inevitabilmente, anche sulla nostra industria del risparmio gestito che però ha registrato una accentuata ripresa per il periodo aprile-maggio, dopo l'impatto negativo del primo trimestre 2020 (Assogestioni, 2020).

L'Italia, al pari dell'area euro, è stata colpita in una fase in cui l'economia già sperimentava segnali di rallentamento; le imprese non finanziarie quotate già evidenziavano una decelerazione dei tassi di crescita del fatturato e della redditività più marcata di quella dei competitors europei, distinguendosi al contempo per il maggior indebitamento (Consob, 2020).

1.3. La ricchezza finanziaria in Italia e in rapporto ai principali Stati europei

Key points:

- Le famiglie italiane si sono sempre contraddistinte per la loro **capacità di generare risparmio destinato alla costruzione di solidi patrimoni familiari**, a cominciare dalla proprietà della prima casa, nonché, in minor misura, al finanziamento del debito pubblico e verso forme più moderne di gestione del risparmio
- **Le famiglie italiane detengono oggi una parte rilevante della ricchezza netta del Paese**: per il 59% riconducibile ad attività reali, per il restante 41%, pari a 4.374 miliardi di euro, ad attività finanziarie (ricchezza lorda)
- Nel confronto europeo, le famiglie italiane **esibiscono un rapporto ricchezza/reddito disponibile superiore alla media e continuano a essere caratterizzate da un basso livello di indebitamento**

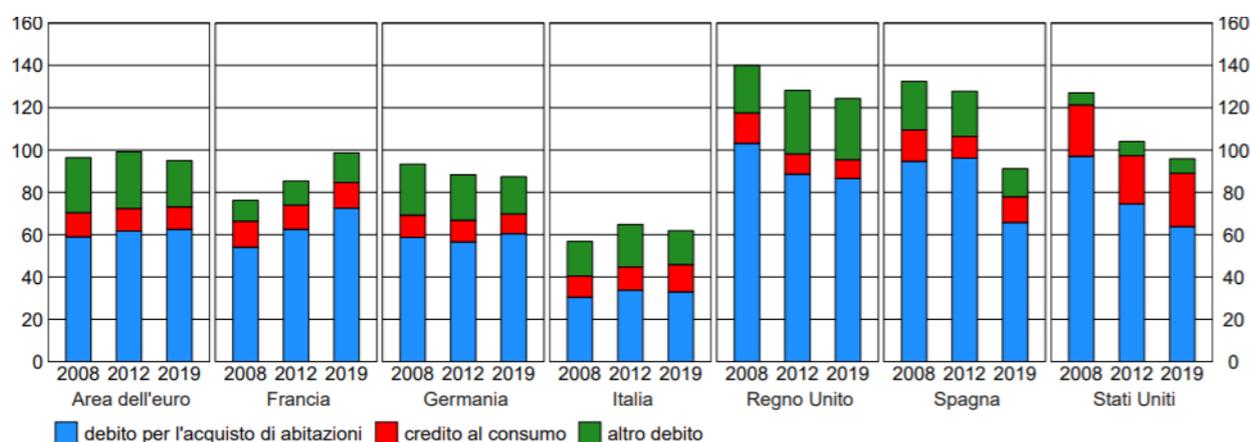
Storicamente **le famiglie italiane si sono sempre contraddistinte per la loro capacità di generare risparmio destinato alla costruzione di solidi patrimoni familiari, a cominciare dalla proprietà della prima casa, nonché, in minor misura, al finanziamento del debito pubblico e verso forme più moderne di gestione del risparmio.**

Le famiglie italiane **detengono oggi una parte rilevante della ricchezza netta del Paese**. A fine 2017 la ricchezza netta delle famiglie italiane, era pari a 8.4 volte il loro reddito disponibile, per un ammontare totale di 9.743 miliardi di euro. Le attività reali (6.295 miliardi di euro) rappresentavano il 59% della ricchezza lorda (totale delle attività) e le attività finanziarie (4.374 miliardi di euro) il restante 41%, a fronte di 926 miliardi di passività finanziarie.

Nel 2019 il valore delle attività finanziarie e reali al netto delle passività è pari a 8.1 volte il loro reddito disponibile, superiore rispetto alla media dell'Eurozona che si attesta a 7.7.

Alla fine del 2019, tuttavia, le attività finanziarie si presentano in leggero calo il 42 per cento della ricchezza totale lorda (Dal 57% del 2017. Banca d'Italia, Relazione Annuale 2020).

Nel confronto internazionale, come si evince dal grafico seguente, inoltre le famiglie italiane continuano a essere caratterizzate da un basso livello di indebitamento soprattutto in ragione del volume contenuto dei mutui per l'acquisto di abitazioni. (Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2020).



Fonte: Banca d'Italia e Istat per l'Italia, BCE per i paesi dell'area dell'euro, Office for National Statistics e Banca d'Inghilterra per il Regno Unito, Federal Reserve System - Board of Governors e Bureau of Economic Analysis per gli Stati Uniti.

(1) I dati si riferiscono alle famiglie consumatrici e produttrici; per gli Stati Uniti, il dato fa riferimento alle sole famiglie consumatrici. Dati di fine periodo.

Debiti finanziari delle famiglie in % al reddito disponibile lordo

Fonte: Banca d'Italia, *L'economia italiana in breve*, 2020

1.4. Come è allocata la ricchezza finanziaria degli italiani?

Key points:

- Nel periodo **2007-2019** si è assistito a una **ricomposizione delle attività finanziarie** delle famiglie italiane
- **La quota di titoli obbligazionari in mano al retail è oggi ai minimi storici**, circa il 7% del totale, così come è al **minimo storico la quota di titoli di Stato detenuta dal retail**, pari a circa il 3% del totale. Appare in **deciso aumento l'incidenza delle attività assicurative e previdenziali e la quota di fondi comuni di investimento** (tornata gradualmente tornata sul livello registrato nel 2000)
- **Rimane marcata la preferenza verso strumenti liquidi. I depositi rappresentano un terzo della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane** e questo trend è stato accelerato dall'attuale pandemia. Il COVID19 ha accentuato la tendenza al risparmio da parte degli italiani. **Il peggioramento delle prospettive di crescita e l'incremento dell'incertezza stanno comportando inoltre un aumento del risparmio precauzionale e una preferenza verso strumenti liquidi.**
- Sarà importante **valorizzare tale liquidità in adeguate e diversificate forme di investimento**

Nel periodo 2007-2019 si è assistito a **una ricomposizione delle attività finanziarie delle famiglie italiane**, per effetto della quale ha continuato ad assottigliarsi il preesistente divario nella allocazione di portafoglio dei risparmiatori tra Italia ed Eurozona.

In particolare, in **ambito domestico è diminuito il peso dei titoli obbligazionari**. La quota di titoli obbligazionari in mano al **retail è oggi ai minimi storici, circa il 7% del totale**, così come è al **minimo storico la quota di titoli di Stato in mano al retail, pari a circa il 3% del totale**.

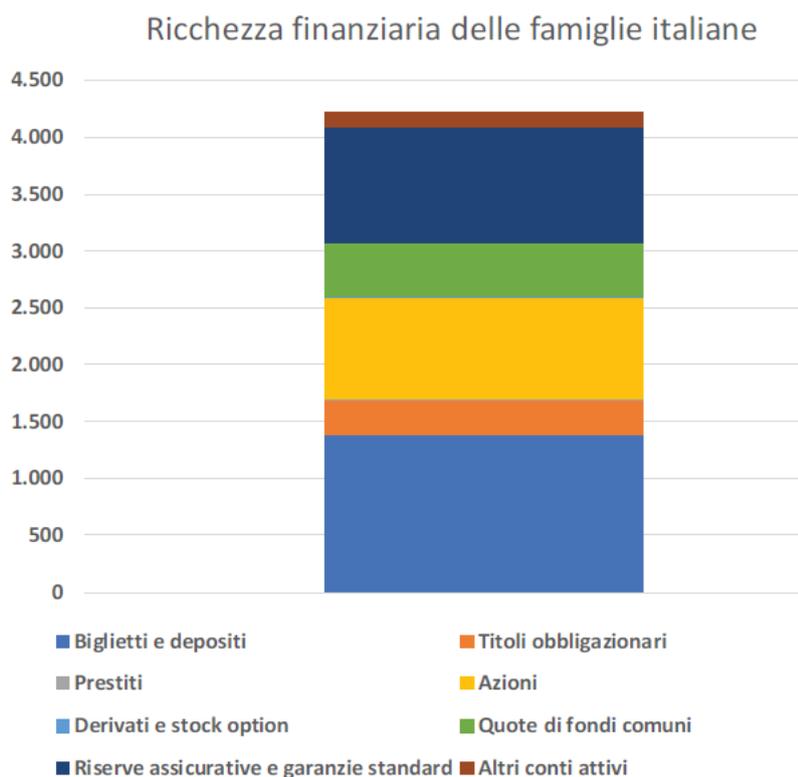
Per quanto concerne il risparmio postale, un'altra componente importante del ricchezza delle famiglie italiane, il dato si mantiene stabile intorno all'8% sul totale delle attività (CDP, Relazione finanziaria 2019). La raccolta appare in crescita² ed è importante che CDP, che raccoglie ancora oggi la parte principale delle sue risorse finanziarie dal canale postale, continui nell'opera di valorizzazione di questa ricchezza a beneficio del territorio.

È invece aumentata l'incidenza delle attività assicurative e previdenziali ed è gradualmente tornata sul livello registrato nel 2000 la quota di fondi comuni di investimento.

Parallelamente, nel periodo considerato, **la liquidità si è portata da poco più del 25% a oltre il 33% della ricchezza finanziaria complessiva. Nel corso del 2019 si è registrato un ulteriore aumento dei depositi, sia in termini assoluti (+62 miliardi circa in più rispetto al 2018) sia in percentuale del totale, che arrivano a rappresentare, come detto, un terzo della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane.**

Stock della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane. Dati al 31/12/2018 (valori in € miliardi).

² Al 31 dicembre 2019 lo stock di risparmio postale ammonta complessivamente a 265.067 milioni di euro in aumento del 2.7% rispetto al dato dell'anno precedente. CDP, Relazione finanziaria 2019.



Fonte: *Politecnico di Milano-Intermonte-AIPB, Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese, 2020*. Elaborazione su dati Banca d'Italia, Eurostat³.

Naturalmente, tutti i dati riportati devono tenere conto degli effetti negativi provocati dall'attuale fase di emergenza sanitaria. **Gli effetti della pandemia di Covid-19 si sono trasmessi al settore delle famiglie attraverso il calo del reddito conseguente alle misure di contenimento e la diminuzione del valore di mercato della ricchezza finanziaria determinata dalla caduta dei corsi azionari e obbligazionari⁴.**

Alla fine di aprile 2020, il valore delle attività finanziarie delle famiglie italiane era più basso di circa 130 miliardi (e del 2,9 per cento) rispetto alla fine del 2019 (Banca d'Italia, 2020).

³ A fine 2018 lo stock di attività finanziarie detenute valeva circa € 4.200 miliardi, di cui una parte molto consistente (€ 1.398 miliardi) detenuta in liquidità a vista, € 280 miliardi in obbligazioni (in gran parte titoli di stato e obbligazioni bancarie, ma anche obbligazioni estere), € 915 miliardi in azioni e partecipazioni equity (di cui € 837 miliardi in società non quotate, tipicamente aziende familiari, 'solo' € 31,5 miliardi in società quotate non finanziarie italiane e € 35,6 miliardi in società quotate estere). Completano il quadro delle attività investite dalle famiglie € 453 miliardi investiti in fondi comuni (di cui più della metà gestiti all'estero) e ben € 1.008 miliardi in prodotti assicurativi. V. Politecnico di Milano-Intermonte-AIPB, *Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese, 2020*

⁴ Gli strumenti finanziari il cui valore è più esposto alle tensioni sui mercati sono detenuti prevalentemente dai nuclei familiari che appartengono alle classi di reddito più elevate.

Il COVID19 sta ovviamente condizionando anche le attitudini dei risparmiatori italiani. Secondo uno studio straordinario condotto da Banca d'Italia tra fine aprile e inizio maggio 2020, oltre la metà degli individui intervistati dichiara di aver subito una riduzione del reddito familiare⁵. **Il peggioramento delle prospettive di crescita e l'incremento dell'incertezza hanno comportato, quindi, un aumento del risparmio, legato alla riduzione dei consumi, e ad una preferenza verso strumenti liquidi in chiave precauzionale⁶.**

Occorre quindi scongiurare il rischio che l'emergenza sanitaria si traduca in una corsa indiscriminata al risparmio, a discapito degli investimenti.

1.5. Quanta di questa ricchezza è tuttavia investita nell'economia reale italiana⁷?

Key points:

- Solo una parte della ricchezza finanziaria delle famiglie è investita in economia reale. **Il finanziamento diretto e indiretto di cui beneficiano le imprese non finanziarie dalle famiglie è stato stimato in circa 1.306 miliardi (dato 2019).**
- **Rimane contenuta la propensione ad investire nell'economia reale italiana da parte dei nostri investitori istituzionali, in modo particolare dei fondi pensione.**
- Ad incidere su questa tendenza, tra gli altri fattori, anche **la dimensione relativamente contenuta dei nostri mercati e lo scarso peso dei nostri titoli negli indici di riferimento**

Il finanziamento diretto e indiretto di cui beneficiano le imprese non finanziarie dalle famiglie è **stato stimato in circa 1.306 miliardi** (Politecnico et al, 2020, dato al 30/06/2019).

⁵ L'impatto più negativo è per i lavoratori indipendenti, l'80 per cento dei quali ha visto calare notevolmente le proprie entrate. Nonostante il diffuso calo nei redditi, più di un terzo degli individui dichiara di disporre di risorse finanziarie liquide sufficienti per meno di 3 mesi a coprire le spese per consumi essenziali della famiglia, in assenza di altre entrate, un periodo compatibile con la durata del lockdown legato all'emergenza Covid-19. Banca d'Italia, Principali risultati dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane nel 2020, 2020.

⁶ È quanto emerge anche da alcune recenti indagini campionarie (Rapporto CENSIS – Assogestioni, 2020) che trasferiscono un quadro di profonda incertezza e vulnerabilità rispetto ad eventi imprevedibili a cui si accompagna la necessità, avvertita tra i risparmiatori, di agire con cautela sul fronte economico-finanziario.

⁷ Per economia reale, in assenza di una definizione condivisa nella letteratura accademica, ci si riferisce agli investimenti di qualsiasi tipo, anche attraverso titoli di debito, azioni o strumenti ibridi, siano essi privati o negoziati su listini borsistici (regolamentati e non), siano essi detenuti direttamente, attraverso un mandato di gestione o attraverso la detenzione di parti di OICR, diretti verso imprese di capitale residenti in Italia, di qualsiasi dimensione, dedite alla manifattura, all'agricoltura e all'erogazione di servizi, escludendo tuttavia il macro-settore finanziario (banche, assicurazioni e compagnie finanziarie). V. Politecnico di Milano-Intermonte-AIPB, Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese, 2020

Uno dei veicoli con cui avviene questa canalizzazione è rappresentato dal risparmio gestito. Il risparmio gestito costituisce per le famiglie italiane una forma ‘mediata’ di partecipazione ai mercati finanziari con la possibilità di migliorare il proprio profilo di rischio-rendimento, accumulare risparmio a fini previdenziali ed infine assicurarsi una forma di protezione contro i rischi. **A partire dal 2014 la quota investita dalle famiglie italiane nel comparto gestito (prodotti assicurativi, fondi pensione e fondi comuni di investimento) ha superato quella sotto forma di circolante e depositi,** quasi il 36% del portafoglio finanziario delle famiglie⁸.

Rileva tuttavia, per alcuni comparti del risparmio gestito (es. private equity, fondi pensione), la dimensione contenuta dei nostri operatori e la presenza non così diffusa di fondi dei fondi nazionali tali da far crescere il numero e la dimensione degli operatori italiani. Rimangono inoltre ancora limitati, nonostante le iniziative governative su cui mi soffermerò a breve, gli investimenti in economia reale domestica. **Solo il 7% dei portafogli degli investitori istituzionali italiani è investito in azioni e obbligazioni societarie emesse da società italiane (OCSE, 2020). Ad esempio nell’azionariato delle società AIM Italia, il listino dedicato alle PMI, sono presenti 109 investitori istituzionali, di cui 25 italiani (23%) e 84 esteri (77%)⁹ (Osservatorio AIM, 2020).**

Ad incidere su questa tendenza, tra gli altri fattori, anche la dimensione relativamente contenuta dei nostri mercati e lo scarso peso dei nostri titoli negli indici di riferimento (OCSE, 2020).

Le compagnie assicurative italiane, in misura maggiore rispetto a quelle dei principali Paesi Ue, continuano a prediligere l’investimento in titoli a reddito fisso, in particolare in titoli di Stato italiani. L’investimento in titoli azionari è ancora contenuto e si nota una spiccata preferenza per gli investimenti in società del settore finanziario/bancario ed assicurativo (IVASS, 2020). Le compagnie assicurative italiane, nel 2019, hanno effettuato investimenti azionari (azioni quotate, fondi azionari e fondi di private equity) per circa 25 miliardi, con un’incidenza inferiore al 5% rispetto al patrimonio, contro il 20% della Francia, il 28% della Germania e il 29% del Regno Unito (IVASS, 2020).

⁸ Tale sorpasso è dovuto alla crescita sostenuta dei fondi comuni e delle riserve assicurative: i primi sono passati da un peso di portafoglio del 7,2% all’11,7% negli ultimi 10 anni mentre le riserve assicurative hanno registrato un valore record del 24,1%. A fine 2019 il patrimonio gestito ammontava complessivamente a 2.306 mld, toccando un nuovo record storico. Assogestioni, mappatura dicembre 2019.

⁹ A livello puramente quantitativo gli investitori italiani detengono un investimento pari a 305 milioni di euro (54% del totale), gli esteri un investimento pari a 265 milioni di euro (46%).

Il numero complessivo delle partecipazioni detenute è pari a 845, che corrisponde a una media di 7,8 partecipazioni per investitore. Il valore mediano della singola partecipazione è pari a 0,2 milioni di euro. Il 23% delle partecipazioni è detenuto in società con capitalizzazione compresa tra 16-30 milioni di euro e il 22% è detenuto in società con capitalizzazione compresa tra 31-60 milioni di euro. L’analisi degli investitori mostra che i primi tre investitori su AIM sono Banca Mediolanum (69 milioni di euro investiti), Azimut (61 milioni di euro investiti) e la banca privata svizzera Julius Bär (49 milioni di euro investiti). Poco presenti altri tipi di investitori istituzionali come fondi pensione e assicurazioni. V. Osservatorio AIM, 2020.

L'auspicio è che grazie alle recenti novità in materia di Solvency II si riducano i possibili ostacoli agli investimenti da parte delle imprese di assicurazioni in strumenti di capitale non quotati e in titoli di debito privi di rating¹⁰.

Il quadro è analogo se si guarda ai **fondi pensione**¹¹. I nostri fondi pensione, per quanto abbiano aumentato dimensionalmente il proprio peso negli anni, **investono prevalentemente in titoli governativi (40%) e decisamente più contenuta, per quanto il trend sia in crescita, è l'esposizione verso l'equity (18,9%) e le quote di fondi comuni (14,8)** (Covip, 2020)

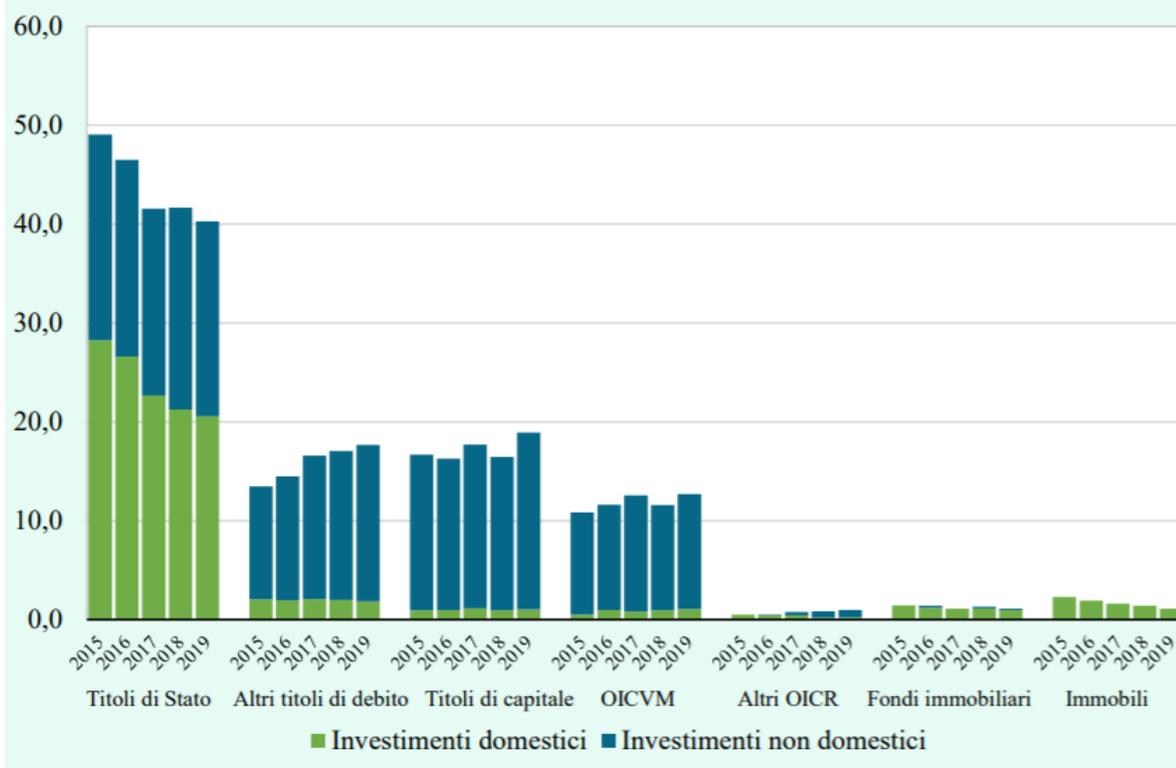
La ricostruzione di quanta parte sia destinata ad investimenti a diretto supporto dell'economia reale è complessa dal punto di vista metodologico. Tuttavia le **elaborazioni su macro-dati Covip, hanno mostrato come questi soggetti abbiano destinato quote marginali (stimate intorno al 3%) delle proprie risorse verso quelle forme di investimento**. Se si guarda alla destinazione territoriale degli investimenti un altro dato su cui è necessario riflettere è **la scarsa propensione ad investire in Italia da parte del nostro sistema pensionistico complementare**.

¹⁰ Con il Regolamento Delegato n. 2019/981 viene introdotta una serie di criteri che, se rispettati, consentono di ridurre i requisiti patrimoniali della formula standard in strumenti di capitale non quotati e in titoli di debito privi di rating. Per esempio, con riferimento agli strumenti di capitale non quotati, si stabilisce, tra l'altro, che deve trattarsi di azioni ordinarie emesse da società con sede in un paese che è membro dello Spazio economico europeo, e che in definitiva presentino caratteristiche di «alta qualità». Proprio al fine di promuovere l'investimento a lungo termine, il Regolamento prevede, inoltre, che un sottoinsieme degli investimenti in strumenti di capitale può essere qualificato appunto come «investimenti a lungo termine», con applicazione di requisiti patrimoniali meno onerosi, nella misura in cui l'impresa di assicurazione dimostri all'autorità di vigilanza che sono soddisfatte una serie di condizioni.

¹¹ Gli asset detenuti dai fondi pensione italiani equivalgono al 9.4% del nostro prodotto interno lordo, molto al di sotto della media dei Paesi OECD (50.7%. OCSE, 2020)

Forme pensionistiche complementari – Investimenti domestici e non domestici nel periodo 2015-2019

(dati di fine anno; valori in percentuale delle attività totali)



Fonte: Covip, Relazione annuale 2020

Nel quinquennio 2015-2019, gli investimenti domestici rispetto al patrimonio registrano una flessione di 9,2 punti percentuali, passando dal 36 al 26,8 per cento.

In tale ambito gli investimenti in titoli emessi da imprese italiane si mantengono su percentuali contenute: le obbligazioni sono pari all'1,9 per cento e le azioni all'1,1 per cento del totale investito nel nostro Paese.

Il contributo che il sistema delle forme complementari fornisce all'economia italiana presenta pertanto **decisi spazi di miglioramento**, anche rispetto alla comparazione internazionale.

Vanno dunque proseguiti gli sforzi verso una maggiore valorizzazione degli investimenti alternativi e la creazione di operatori di maggiori dimensioni, anche attraverso lo strumento del fondo di fondi. Fondi patrimonialmente più grandi consentono una maggiore strutturazione in termini di governance e processi interni, strutturazione che a cascata si riverserebbe sulla loro efficienza gestionale a livello di policy di investimento.

In questo senso merita di essere citata l'attività di Cassa depositi e prestiti (Cdp) con il Fondo d'investimento italiano (FII) e il progetto "Economia Reale"¹² e il "Patrimonio destinato al rilancio" di prossima attivazione di cui dirò nella parte finale del mio intervento.

Il ruolo svolto dai mercati di capitali nel finanziamento delle imprese

Key points:

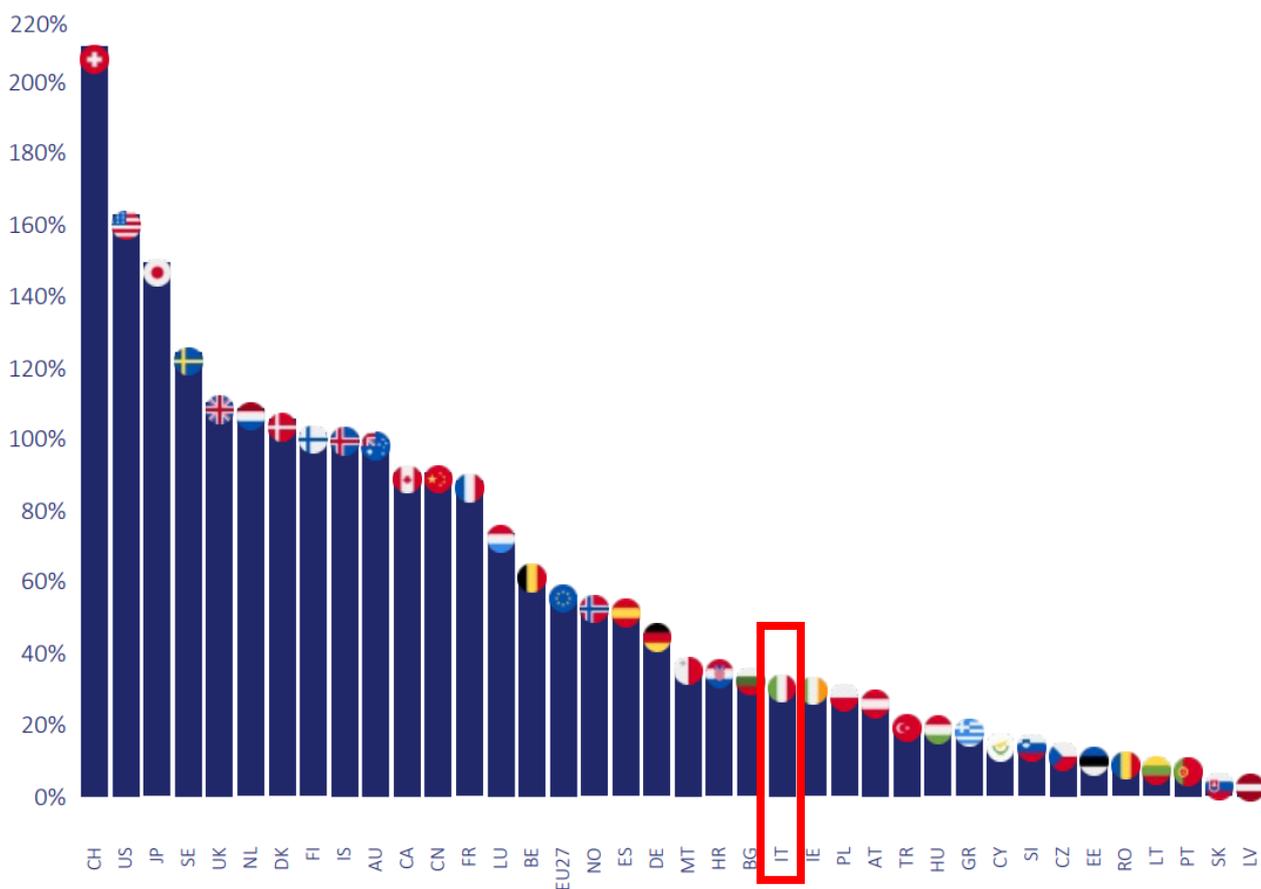
- **La finanza di mercato in Italia ha un peso complessivamente limitato** rispetto alla dimensione della nostra economia.
- Il nostro mercato capitalizza il 36% del prodotto interno lordo e il 6% della capitalizzazione di mercato europea. Anche per quanto concerne il capitale di rischio pre-IPO l'Italia esibisce decisi margini di miglioramento.
- **Fondamentale quindi poter disporre di fonti di finanziamento complementari e alternative al canale bancario** per stimolare la crescita delle imprese, e dell'economia in senso ampio, e offrire al contempo nuove e diversificate opportunità di investimento ai risparmiatori

È noto che la finanza di mercato in Italia abbia un peso complessivamente limitato rispetto alla dimensione della nostra economia. Il nostro mercato capitalizza il **36% del prodotto interno lordo** (Relazione annuale Consob, 2020), percentuale al di sotto di quella degli altri paesi europei quali la Germania (54.5%) e la Francia (84.9%)¹³. Il listino rimane popolato prevalentemente da società finanziarie e a proprietà concentrata¹⁴.

¹² L'iniziativa "Progetto Economia Reale" di Cassa dei Depositi e Prestiti, Assofondipensione e Fondo Italiano d'Investimento SGR, è rivolta a fondi pensione italiani, sia negoziali che preesistenti. Lo scopo del Progetto Economia Reale è quello di fornire ai fondi pensione aderenti la possibilità di co-investire con Cassa Depositi e Prestiti in strumenti diversificati e con potenziali ritorni in linea con le finalità del risparmio da loro gestito e al contempo di supportare la crescita e la competitività delle imprese italiane facilitando l'afflusso di investimenti verso l'economia nazionale attraverso una piattaforma, costituita da fondi di fondi, gestita dal Fondo Italiano di investimento SGR (FII SGR, controllata da CDP Equity), che investirà in fondi di private equity, private debt, nonché potenzialmente in altre asset class. La possibilità di ricorrere alle competenze ed alle esperienze di soggetti quali Cassa e il Fondo Italiano di Investimento costituisce un'occasione di sviluppo per i fondi che aderiranno, anche in considerazione della maggiore disponibilità di risorse che, complessivamente, potranno essere indirizzate verso investimenti domestici, superando quelle limitazioni derivanti da esigenze di diversificazione che la singola forma pensionistica complementare sconterebbe agendo singolarmente. Allo stesso tempo potranno realizzarsi risparmi nei costi di gestione.

¹³ Dati World Bank. V. <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

¹⁴ La maggioranza delle società quotate italiane mostra, assetti proprietari concentrati, essendo controllate di diritto in 123 casi, da un azionista che detiene una quota di capitale inferiore al 50% in 57 casi e attraverso patti parasociali di controllo in 23 casi. Possono essere definiti a proprietà dispersa solo 13 emittenti, prevalentemente di grandi dimensioni e con una capitalizzazione complessiva pari a poco più di un quinto di quella di mercato. V. Consob, Relazione sulla Corporate Governance, 2020

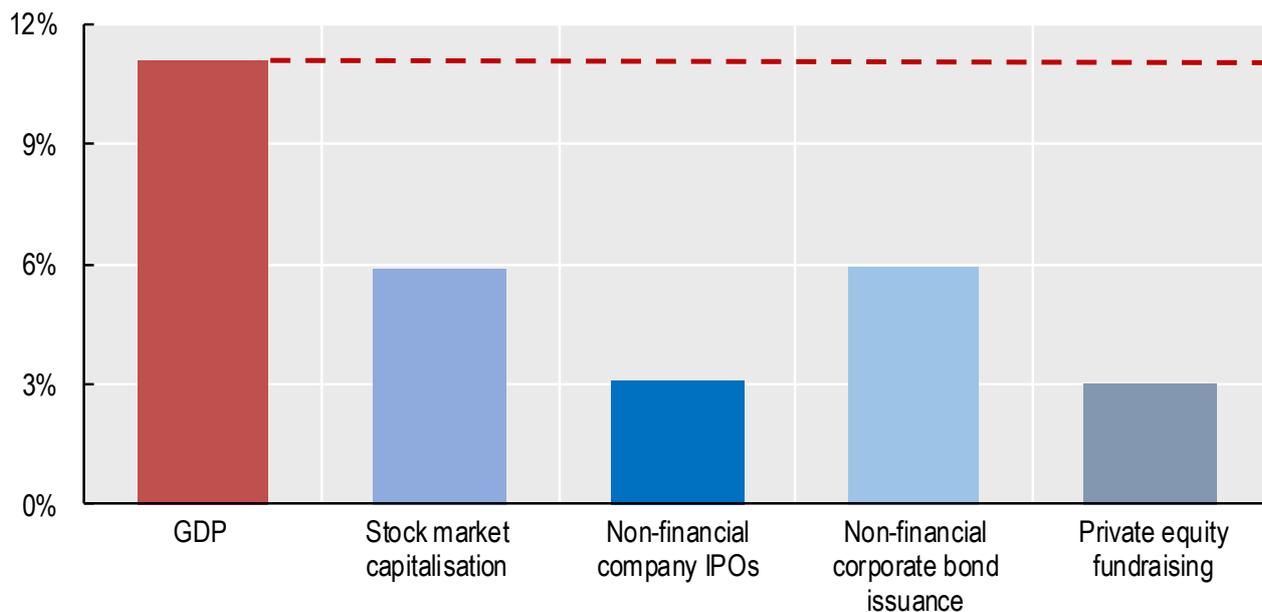


Rapporto Capitalizzazione/PIL

Fonte: *ECMI Statistical Ottobre 2019, Dati a fine 2018*

Antecedentemente al COVID19, **l'Italia rappresentava circa l'11% del prodotto interno lordo dell'Unione Europea** ma la sua **capitalizzazione di mercato e il controvalore totale delle emissioni obbligazionarie di imprese non finanziarie era pari a circa il 6% del totale europeo¹⁵.**

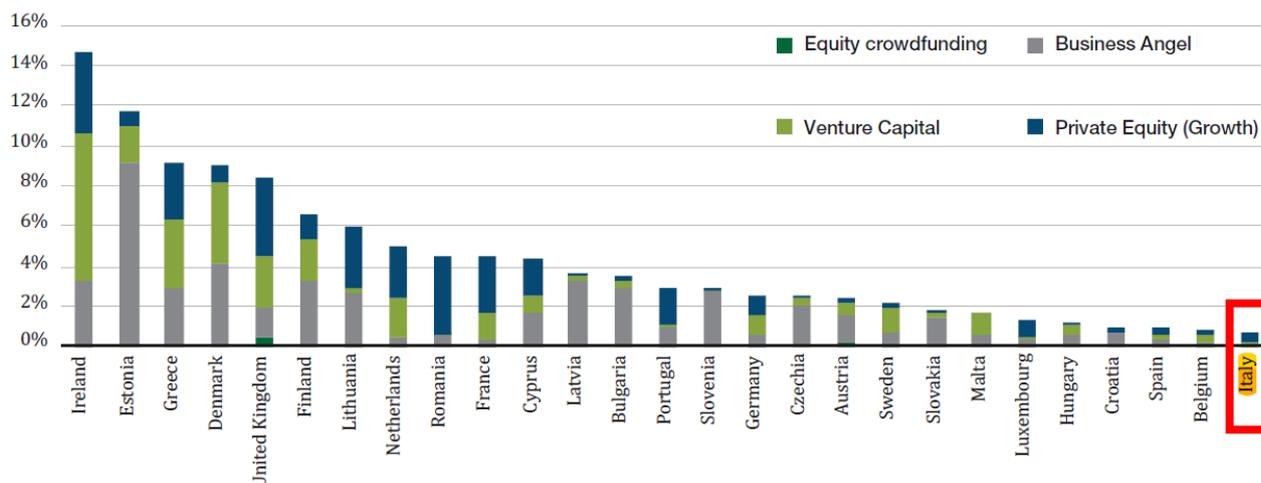
¹⁵ Il dato è ancora più contenuto se si guarda al controvalore delle IPO di società non finanziarie. In rapporto al totale dei controvalori europei l'incidenza dell'Italia è pari a circa il 3%.



Fonte: *OECD Capital Market Review of Italy 2020*, dati riferiti al 2018

Anche per quanto concerne il capitale di rischio pre-IPO, ovvero sia delle fonti che permettono alle imprese di finanziare la crescita sin dalle prime fasi di sviluppo (equity crowdfunding, venture capital, business angel etc) **il nostro sistema finanziario esibisce margini di miglioramento rispetto al panorama europeo.**

Finanziamenti di business angels, equity crowdfunding, venture capital e private equity nei Paesi UE (% totale fonti finanziarie), dati a fine 2018.



Fonte: *AFME, Capital Markets Union Key Performance Indicators, 2019*

Considerato il quadro, l'Italia ha da tempo intrapreso importanti riforme per migliorare la robustezza finanziaria delle imprese e rafforzare i mercati dei capitali.

Poter disporre di fonti di finanziamento complementari e alternative al canale bancario è decisivo per la crescita delle imprese, e dell'economia in senso ampio, e offre al contempo nuove e diversificate opportunità di investimento ai risparmiatori.

2. INTERVENTI STRUTTURALI EFFETTUATI PER MERCATI DI CAPITALE A SERVIZIO DELL'ECONOMIA REALE

La pandemia ha dunque confermato la necessità, ben presente già prima della crisi, di intervenire su alcune carenze strutturali dei nostri mercati.

In linea con l'obiettivo di favorire la crescita di mercati dei capitali efficienti al servizio dell'economia reale, **le istituzioni in questi anni hanno lavorato in una duplice direzione:**

- 1. stimolare, anche sul piano fiscale, la domanda di investimento in economia reale**
- 2. favorire l'avvicinamento delle imprese alla finanza di mercato, sviluppando una gamma di modalità di finanziamento di mercato (il cd *funding escalator*) il più possibile articolata, stimolando l'apporto di capitale di rischio, e più in generale, una maggiore diversificazione della struttura finanziaria delle imprese (oggi sbilanciata sul canale bancario)**

Molte delle iniziative strutturali erano state avviate già prima della crisi COVID19 ed hanno visto negli ultimi mesi una fase di ulteriore implementazione ed accelerazione, anche come risposta urgente all'attuale situazione economica congiunturale. Ne passo velocemente in rassegna alcune, soffermandomi in particolare sulle iniziative di stimolo agli investimenti in economia reale. Ho evidenziato in apertura come la quota di investimenti dedicata agli strumenti finanziari rappresentativi dell'economia reale sia ancora contenuta.

2.1 Le iniziative dal lato della domanda

Key points:

- Le istituzioni hanno lavorato negli ultimi anni nella direzione di **stimolare, anche sul piano fiscale, la domanda di investimento in economia reale****
- Con le **misure introdotte (anche più di recente)** si è cercato di favorire un'attitudine verso gli investimenti a lungo termine in asset class alternative e meno liquide delle tradizionali, chiamando all'appello quei soggetti dotati di patrimoni più consistenti, già diversificati e una maggiore attitudine al rischio che oggi faticano ad investire in prodotti di**

questo tipo, prodotti che rappresentano l'economia reale (PIR, Pir Alternativi, investitori "semi-professionali", ELTIF)

- **Nel stimolare la domanda non vanno trascurate le nuove opportunità offerte dal Fintech e dalla finanza sostenibile. Su entrambi i fronti il MEF è presente anche con iniziative di tipo istituzionale (Es. Comitato Fintech e Tavolo per la finanza sostenibile). Pari enfasi va dedicata all'educazione finanziaria.**

L'attenzione del legislatore si è quindi rivolta a stimolare un nuovo tipo di mentalità tra gli investitori, una mentalità che favorisca gli investimenti a lungo termine in asset class alternative e meno liquide delle tradizionali. Mi riferisco in modo particolare ai Piani Individuali di Risparmio (PIR) concepiti come strumenti per incentivare, grazie all'esenzione fiscale sui rendimenti, parte del risparmio italiano verso l'investimento in imprese domestiche.

Il Decreto Rilancio ha previsto, inoltre, l'introduzione dei "PIR Alternativi", quale ulteriore strumento finanziario volto a far convogliare, in misura ancor maggiore, il risparmio privato verso l'economia reale, specialmente verso quelle aziende il cui accesso al mercato oggi è più difficile, in una fase di forte pressione creata da Covid-19. I "PIR Alternativi" si aprono infatti in maniera più decisa al mondo delle società non quotate e di minori dimensioni¹⁶. Per questa ragione sono rivolti ad una clientela target tendenzialmente diversa da quella dei PIR tradizionali, e la completano. Con i PIR alternativi si sta chiamando all'appello quei **sogetti dotati di patrimoni più consistenti e una maggiore attitudine al rischio: la clientela cd "affluent" o investitori private. Auspichiamo anche che il PIR Alternativo possa fornire l'occasione per un più diffuso impiego dei fondi ELTIF, etichetta europea che identifica quei fondi che investono prevalentemente in PMI e asset infrastrutturali (es. scuola, sanità, opere pubbliche etc)¹⁷.**

Sempre nell'ottica di sostenere la ripresa economica del Paese, favorendo investimenti di medio-lungo termine in asset illiquidi e società non quotate, si è di recente conclusa una consultazione pubblica, avviata dal MEF, su una proposta di modifica del DM MEF n. 30/2015, in tema di FIA italiani riservati¹⁸ volta a consentire l'accesso a tali prodotti di investimento ad una platea più ampia di investitori retail, con il conforto di adeguati presidi di tutela per gli stessi¹⁹. La proposta di revisione

¹⁶ Trattandosi di veicoli che devono investire almeno il 70% del patrimonio in società italiane che non appartengono agli indici Ftse Mib e Ftse Mid.

¹⁷ L'ELTIF è una tipologia di fondo europeo che investe prevalentemente in PMI e asset infrastrutturali (es. scuola, sanità, opere pubbliche etc) già oggetto di attenzione governativa (il Decreto Crescita aveva previsto uno sgravio fiscale per gli investimenti in ELTIF che investissero a loro volta in PMI italiane)

¹⁸ La revisione della norma è ancora in corso.

¹⁹ Uno su tutti l'obbligatorio affiancamento nella decisione di investimento di una figura professionale, il consulente finanziario o il gestore di portafogli.

determina **un ampliamento a quei risparmiatori, i già citati clienti “private”, dotati di portafogli rilevanti, già diversificati, con esigenze di liquidabilità non stringenti e interessati a poter cogliere le opportunità offerte da asset class alternative, meno liquide e long term. Asset class che rappresentano l’economia reale appunto.** In questa direzione si sta muovendo anche la Commissione Europea con la proposta di introdurre la nuova categoria di “investitore semi-professionale” nell’ambito della revisione di MIFID II. Ci attendiamo che questa modifica, unitamente all’introduzione dei PIR alternativi, possa dare un impulso positivo a queste dinamiche.

Un ulteriore e importante strumento di stimolo all’investimento in economia reale è rappresentato dagli **incentivi per chi investe in Start-up e PMI innovative.** In linea di continuità con le misure introdotte in passato, il **Decreto Rilancio ha previsto diverse e numerose forme di ulteriore incentivazione con riguardo a diversi aspetti della vita e del funzionamento di Start-up e PMI innovative²⁰.**

2.1.1 Il ruolo del Fintech

In parallelo a queste iniziative, monitoriamo con attenzione **le innovazioni nel settore dei servizi finanziari rese possibili dalla tecnologia** (cd. Fintech). **Il FinTech offre notevoli possibilità di sviluppo per il sistema economico, anche con specifico riferimento alla canalizzazione del risparmio privato verso opportunità di investimento a supporto dell’economia reale. Il Fintech ha ad esempio favorito l’emersione di nuove forme di investimento nelle attività imprenditoriali (le crypto-attività²¹) e nuove piattaforme di investimento e di raccolta di capitale (crowdfunding).** Si tratta, come tali, di soluzioni fortemente innovative che richiedono un’attenta valutazione da parte del legislatore e delle autorità di vigilanza al fine di calibrare e contemperare l’esigenza da un lato di innovazione dei servizi finanziari e dall’altro di tutela degli utenti e della stabilità finanziaria²². A livello nazionale **abbiamo istituito, presso il MEF, il Comitato Fintech,** quale cabina di regia tra autorità di vigilanza e ministeri per queste materie. Sotto l’egida del Comitato e delle autorità di vigilanza di settore, **anche in Italia si darà avvio a una “sandbox regolamentare”, ossia ad uno spazio di sperimentazione che consentirà agli operatori FinTech di testare prodotti e servizi tecnologicamente innovativi nei settori finanziario, bancario, assicurativo** beneficiando di un regime semplificato

²⁰ Si tratta di misure che vanno dal supporto alla liquidità, al sostegno allo sviluppo (nelle fasi di incubazione e accelerazione delle Start-up), fino all’introduzione di ulteriori incentivi fiscali per gli investimenti in tali società.

²¹ È il caso, in particolare, dei cosiddetti security token, variante digitale dei più tradizionali titoli obbligazionari e azionari, emessi e negoziati nell’ambito di un registro distribuito (distributed ledger), nel quale i dati sono validati e conservati in modalità decentralizzata su una pluralità di nodi informatici.

²² Non meno importante, sempre dalla prospettiva dell’investitore, è l’open banking, le cui applicazioni consentono all’utente, titolare di conti accessibili online, di disporre di una visione di insieme della propria situazione finanziaria, analizzare le proprie abitudini di spesa e le esigenze finanziarie future

transitorio e in costante dialogo e sotto la costante supervisione delle autorità di vigilanza.

2.1.2 La domanda di investimenti sostenibili

Pari attenzione è dedicata al tema degli investimenti sostenibili. La transizione verso una crescita sostenibile rappresenta una sfida che coinvolge diversi settori dell'economia reale **ma il gap di investimento per finanziare questi obiettivi è ancora consistente e richiede l'intervento congiunto del settore pubblico e di quello privato.** In Italia, **famiglie e investitori manifestano un interesse crescente verso la dimensione della sostenibilità²³.** Il nostro Paese contribuisce attivamente in ambito europeo e internazionale ai lavori in tema di finanza sostenibile. **Gli sforzi sono rivolti a far sì che mercato si muova secondo regole condivise e sia contenuto il rischio di pratiche abusive (cd. greenwashing) a danno degli investitori.** Abbiamo raggiunto importanti obiettivi sul fronte della “tassonomia”, **il sistema di classificazione che ci permette di definire quando un'attività economica è sostenibile, e dell'informativa al pubblico sugli investimenti sostenibili e ai rischi per la sostenibilità.** A livello nazionale, **a breve vorremmo avviare il Tavolo Permanente per la Finanza Sostenibile, cui contribuiscono il Ministero dell'Economia e delle Finanze e le Autorità, ciascuna per la parte di competenza.** L'iniziativa mira a favorire il coordinamento e l'allineamento sulle diverse attività condotte in ambito di finanza sostenibile, nonché all'elaborazione di spunti per lo sviluppo di politiche destinate a favorire e quindi accrescere il livello degli investimenti con impatto socio-ambientale. Con lo stesso obiettivo, il Ministero dell'Economia e delle Finanze sta conducendo un progetto con il supporto della Commissione Europea dedicato alla promozione della finanza e degli investimenti sostenibili nel contesto della transizione verso la green economy.

2.1.3 L'importanza dell'educazione finanziaria

Posto che l'impegno di questa Amministrazione si muove nell'ottica di intervenire sulle cause che determinano lo scarso ricorso all'investimento, a favore del risparmio, al fine di incentivare l'immissione di risorse private a supporto dell'economia reale, risulta anche essenziale l'azione sin qui svolta dal Ministero dell'economia e delle finanze in materia di educazione finanziaria. L'Italia nel 2020 mostra una persistenza del gap internazionale in tema di conoscenza finanziaria, con un valore medio dell'indicatore individuato dall'OCSE pari a 11,1 a fronte di un valore pari a 13 nella media dei paesi OCSE partecipanti. È importante si continui a supportare l'attività del

²³ I fondi sostenibili lo scorso anno hanno raggiunto i 30.9 miliardi di patrimonio nel 2019 (Assogestioni, 2019), dai 18.5 di fine 2018. In termini di tendenze poi, secondo quanto riporta l'indagine “Risparmiatori italiani e cambiamento climatico”, curata da BVA-DOXA e presentata in Senato al termine dello scorso anno, il 92% degli intervistati considera le politiche a supporto dell'ambiente adottate dall'azienda come un fattore rilevante per la scelta d'investimento.

Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (Comitato EDUFIN) volta a diffondere e accrescere le conoscenze e le competenze della popolazione in materia finanziaria, assicurativa e previdenziale, per chiudere questo gap dell'Italia nel confronto internazionale

2.2 Iniziative dal lato dell'offerta

Key points:

- Stimolare la domanda di investimento in assenza di un'offerta articolata può rivelarsi esercizio vacuo.
- La cultura di mercato delle imprese italiane è ancora poco sviluppata. Gli sforzi fatti negli ultimi anni nel tentativo di avvicinare le imprese ai mercati hanno tuttavia portato all'implementazione di una **gamma variegata e numerosa di strumenti disponibili in alternativa al credito bancario (Minibond, Aim Italia, Elite, crowdfunding etc.)**.
- Grazie a questi canali, le imprese italiane hanno oggi l'opportunità di perseguire la crescita dimensionale attraverso modalità che consentono loro, in maniera graduale, di **interagire con investitori sofisticati, prepararsi ad una gestione più strutturata a livello di governance e di strategia di crescita**

Stimolare la domanda intercettando queste nuove dinamiche legate alla tecnologia e alla sostenibilità può però rivelarsi un esercizio poco incisivo se non si favorisce, dall'altro lato dell'equazione, un'offerta altrettanto articolata di opportunità di investimento.

Vorrei a tal proposito ricordare, in chiusura di questa seconda parte, **gli sforzi fatti sin dal programma Finanza per la Crescita del 2012 per avvicinare le imprese alla finanza di mercato. L'Italia è una delle economie europee con la più alta percentuale di imprese ad alta crescita (OCSE, 2020). Le nostre PMI sono caratterizzate da una elevata imprenditorialità e capacità di assunzione del rischio, soprattutto nelle fasi iniziali di sviluppo (anche generazionale). Rimane però il dato del timido ricorso alla finanza di mercato da parte del nostro tessuto imprenditoriale. Rispetto a qualche decennio fa, le imprese italiane possono tuttavia contare su una gamma variegata e numerosa di strumenti disponibili in alternativa al credito bancario.** Vorrei citare ad esempio i **minibond**, obbligazioni di piccolo taglio grazie quali le PMI italiane hanno l'opportunità di **interagire con investitori sofisticati, acquisire nuove competenze sui mercati finanziari ed "esercitarsi" in caso di quotazione in borsa**²⁴. In termini di infrastrutture di mercato, anche l'Italia dispone di

²⁴ Oggi queste emissioni sono coperte dalla garanzia del Fondo Centrale di Garanzia e possono formare oggetto di operazioni di cartolarizzazione, due fattori che aumentano l'appel di questo strumento presso le PMI e gli investitori italiani.

un Mercato di Crescita dedicato alle PMI, l'AIM Italia²⁵, che offre alle società, in una cornice regolamentare meno stringente rispetto ai mercati regolamentati, accesso a capitali alternativi e visibilità di fronte agli investitori. L'AIM Italia funge da “mercato di acclimatemento” in vista della quotazione sui mercati regolamentati e consente alle società di comprendere le logiche del mercato azionario e di prepararsi ad una gestione più strutturata a livello di governance e strategia di crescita. Ricordo infine, per quanto concerne il capitale di rischio early stage, che l'Italia è stato il primo Paese a livello europeo a dotarsi di una regolamentazione dell'equity crowdfunding (2013). Il mercato italiano è in crescita e sempre più PMI e startup innovative scelgono questa modalità per rivolgersi ad una platea molto ampia di investitori retail²⁶. In questo senso le piattaforme di crowdfunding in Italia opereranno sempre più come “one-stop-shop” dove le aziende potranno accedere a servizi diversi (collocamento privato, raccolta di capitali, prestiti di massa, mercati secondari) offrendo alternative importanti rispetto ai canali tradizionali, con ciò allineandosi ad alcune tendenze in atto.

Più in generale, dobbiamo continuare a puntare sull'educazione all'imprenditorialità (come peraltro sta già facendo il programma ELITE di Borsa Italiana con ottimi risultati) e alla cultura di mercato da parte delle nostre imprese.

3. PROSSIMI INTERVENTI STRUTTURALI E CONGIUNTURALI

Che cosa ci attende nel prossimo futuro? Distingueri le sfide che le istituzioni dovranno affrontare in due ambiti.

Il primo, strutturale, riguarda la necessità di proseguire nell'opera intrapresa per rendere l'ecosistema finanziario nazionale attraente e competitivo, per chi vi investe e chi vi cerca una fonte di finanziamento e di crescita.

Il secondo, congiunturale, riguarda il nuovo ruolo dello Stato nell'economia legato alla pandemia COVID19 e le modalità con cui lo Stato finanzierà la ripresa.

3.1. Interventi strutturali: Finanza per la Crescita 2.0

Key points:

- Si è raggiunta negli anni una **proficua sinergia tra mercati dei capitali ed economia reale ma rimangono aree di miglioramento**

²⁵ Dal 2009 a fine agosto 2019, 173 società si sono quotate sul mercato dedicato alle PMI per una raccolta complessiva in IPO pari a € 3,8 miliardi, di cui il 96% in aumento di capitale..

²⁶ Di recente è stato consentito alle piattaforme di equity crowdfunding di ospitare, insieme alle campagne azionarie, l'emissione di titoli di debito (come i minibond) destinati ad investitori professionali o particolarmente sofisticati (come individuati da Consob).

- Occorre **proseguire nell'attività di incoraggiamento alla partecipazione ai mercati degli investitori individuali qualificati e istituzionali**, in modo particolare **dei fondi pensione, e di rimozione dei “granelli di sabbia”, regolamentari e operativi, che rendono più difficoltoso l'accesso e la permanenza nei mercati delle società di capitali italiane.**
- **Importante operare secondo un “approccio di ecosistema” che guardi alle PMI, agli investitori specializzati, alle infrastrutture di mercato in una logica di flessibilità e proporzionalità (cd. think small first)**
- Fondamentale rimanere aderenti agli sviluppi previsti a livello europeo nel contesto della **Capital Markets Union**, di recente nuovamente all'attenzione del legislatore europeo, in quanto investitori e imprese operano oggi con una prospettiva cross-border e la competitività dell'ecosistema del mercato dei capitali di un paese è giudicata su scala globale

Grazie agli interventi richiamati sono stati sinora raggiunti buoni risultati nell'ottica di una **proficua sinergia tra mercati dei capitali ed economia reale.**

Rimangono ancora margini di miglioramento. Abbiamo di recente **intrapreso un ulteriore sforzo di gap analysis** avvalendoci del supporto della Commissione Europea e dell'OCSE che **ha portato all'individuazione di ulteriori aree di miglioramento del nostro sistema finanziario su cui ci stiamo concentrando nell'ambito della nostra agenda.** Le raccomandazioni dell'OCSE confermano quanto sia importante **proseguire nell'attività di incoraggiamento alla partecipazione ai mercati degli investitori individuali qualificati e istituzionali**, in modo particolare **dei fondi pensione (dove CDP, come ricordavo, è peraltro già attiva)²⁷. È importante vi sia una coerenza sistemica nell'approccio alle singole misure e che sia mantenuta alta l'attenzione sulla diversificazione e sulla frammentazione del rischio, specialmente se ad essere coinvolto è l'investitore retail.**

Parimenti, come raccomanda l'OCSE, non dobbiamo trascurare i “granelli di sabbia”, regolamentari e operativi, che rendono più difficoltoso l'accesso e la permanenza nei mercati delle società di capitali italiane. È importante si intervenga in maniera mirata per migliorare la visibilità²⁸ delle nostre società negli indici di

²⁷ Circa questi ultimi il miglioramento del quadro regolamentare al fine di creare opportunità di investimento sia per gli operatori nazionali sia per quelli europei appare quanto più necessario in considerazione che a partire dal 2022 saranno disponibili sul mercato i c.d. **PEPP**, acronimo che indica il Prodotto pensionistico pan-europeo, strumenti di terzo pilastro introdotti da un Regolamento del Consiglio e del Parlamento europeo parte del progetto Capital Market Union. Tramite i PEPP, in base a quanto emerge dalla valutazione di impatto della Commissione europea, potrebbero essere mobilitati ulteriori 700 miliardi a livello di Unione, dei quali una parte rilevante potenzialmente destinata ad essere investita in attività a sostegno diretto dell'economia reale, anche per effetto dei previsti criteri di investimento che orienteranno gli operatori a privilegiare scelte di lungo periodo.

²⁸ I titoli italiani rappresentano solo il 3,6% dell'autorevole MSCI Europe Index, dove i titoli francesi rappresentano circa il 18%. Nei mercati di capitali globalizzati di oggi, uno scarso peso negli indici chiave limita automaticamente il flusso di capitale in entrata da parte del crescente bacino di fondi istituzionali indicizzati.

riferimento e si semplifichino alcuni processi della vita societaria (es. quotazione, ricapitalizzazione, aggregazioni) in un’ottica di flessibilità e proporzionalità (cd. think small first), ove consentito naturalmente dalla disciplina europea e nel pieno rispetto degli azionisti di minoranza e del mercato. Nel farlo dobbiamo operare **con una logica di ecosistema:** le imprese vanno educate, in termini di governance e capitale umano, alle dinamiche di mercato; dobbiamo migliorarne la visibilità agli occhi degli investitori lavorando sull’informativa al mercato e sulla ricerca finanziaria, dobbiamo fare in modo che si sviluppino anche investitori specializzati che provvedano ad individuare le PMI meritevoli e assicurino come market maker la liquidità del titolo. Il tutto in un contesto istituzionale, di regole e autorità di vigilanza, moderno ed efficiente come anche raccomandato dall’OCSE.

Appare fondamentale proseguire lungo queste direttrici operando **in stretta connessione con gli sviluppi previsti a livello europeo in quanto investitori e imprese operano oggi con una prospettiva cross-border e la competitività dell’ecosistema del mercato dei capitali di un paese è giudicata su scala globale.**

In questo senso richiamo l’importanza di fornire supporto alla Capital Markets Union. Nel recente rapporto di un gruppo di esperti nominato dalla Commissione Europea²⁹, si trovano diverse raccomandazioni nella direzione di quella che possiamo definire una nuova “Retail Strategy” per favorire una maggiore partecipazione dei risparmiatori ai mercati finanziari.

Tra queste meritano una menzione

- migliorare la comparabilità delle informazioni sui prodotti finanziari;
- introdurre una certificazione europea per chi presta servizi di consulenza;
- introdurre una nuova categoria di investitori semi professionali alleviando alcuni vincoli regolamentari applicabili agli investitori retail;
- sensibilizzare gli investitori verso l’adesione a strumenti pensionistici nell’ottica che questi poi investano nei mercati finanziari;
- proseguire nei programmi di educazione finanziaria a livello nazionale ma con un ruolo di maggiore coordinamento da parte della Commissione Europea.

I fattori di cui tenere conto, individuati a livello UE, sono in linea con le nostre priorità, comprendendo le esigenze degli investitori di lungo periodo e delle imprese, in particolar modo le PMI e quelle innovative. La CMU è una priorità; il processo di implementazione di una vera unione dei mercati dei capitali deve essere proseguito e rafforzato. Ciò è vero, oggi più che mai, nel contesto pandemico dove è di particolare importanza garantire che le imprese possano accedere, assieme alla liquidità, anche a finanziamenti a lungo termine basati su fonti di mercato.

²⁹ Rapporto di cui la stessa terrà conto nel definire il nuovo Capital Markets Union Action Plan in autunno

Tali politiche non serviranno solo all'obiettivo di **breve termine di ristabilire gli equilibri patrimoniali** delle società ma saranno soprattutto funzionali **all'indispensabile e strutturale scopo di garantire capitale paziente per nuovi investimenti, che a loro volta contribuiranno a nuovi posti di lavoro e ad un aumento della crescita e della produttività.**

3.2. Interventi congiunturali: COVID19 e il nuovo ruolo dello Stato nell'economia

Key points:

- Il ruolo dello Stato è destinato a cambiare nel contesto della pandemia COVID19, dovendo implementare **politiche inedite di sostegno al reddito, alla liquidità, alle imprese**
- Nel breve termine, lo Stato ha assicurato la liquidità delle famiglie e delle imprese attraverso un sistema di moratorie e garanzie. Ha poi promosso iniziative di **rafforzamento patrimoniale e ricapitalizzazione delle imprese, nel tentativo di indirizzare la ripartenza, nel medio-lungo termine, dell'economia lungo sentieri virtuosi di investimento, innovazione, individuazione di nuovi indirizzi strategici. Da esplorare in questo contesto forme di partenariato pubblico-privato per attrarre investimenti privati e stimolare lo sviluppo di un mercato sempre più articolato ed efficiente,**
- In questo scenario di presenza dello Stato nell'economia **anche il risparmio privato può essere chiamato a giocare la sua parte, sostenendo le operazioni di finanziamento del debito pubblico** per fronteggiare la crisi (BTP Italia e Futura)
- L'azione della finanza di mercato e l'intervento dello Stato potranno **beneficiare del sistema di iniziative portate avanti in ambito europeo, che potrebbe ben fungere da volano alla canalizzazione dei risparmi privati in impieghi produttivi.**

L'epidemia causata dal nuovo Coronavirus ha richiesto, e richiederà nei prossimi mesi, **un accurato intervento strategico da parte dello Stato per sostenere l'economia e la ripresa del Paese rendendo evidente ancor più che in passato, quanto sia fondamentale poter disporre di nuovi e più flessibili strumenti di policy.**

Sul piano economico è stato chiaro sin dall'inizio che la crisi avrebbe richiesto di intraprendere **politiche inedite di sostegno al reddito, alla liquidità, alle imprese,** per preservare il tessuto produttivo del paese e salvaguardare la coesione sociale a partire dalla difesa dei più deboli.

Queste politiche sono state concepite per rispondere a problemi di breve termine ma hanno anche un respiro di lungo periodo.

3.2.1. Il supporto alla liquidità

Nel breve termine gli interventi del Governo sono stati indirizzati a sostegno della liquidità delle famiglie e delle imprese e si sono basati, principalmente, sullo strumento della moratoria sui prestiti e, dall'altro lato, sul rilascio di garanzie sui nuovi finanziamenti.

Il Governo, assieme alle autorità di settore, ha progressivamente costruito tra i mesi di marzo ed aprile **un sistema di moratorie**, obbligatorie e volontarie che ha riguardato **tutte le tipologie di prestiti e finanziamenti erogati a imprese**.

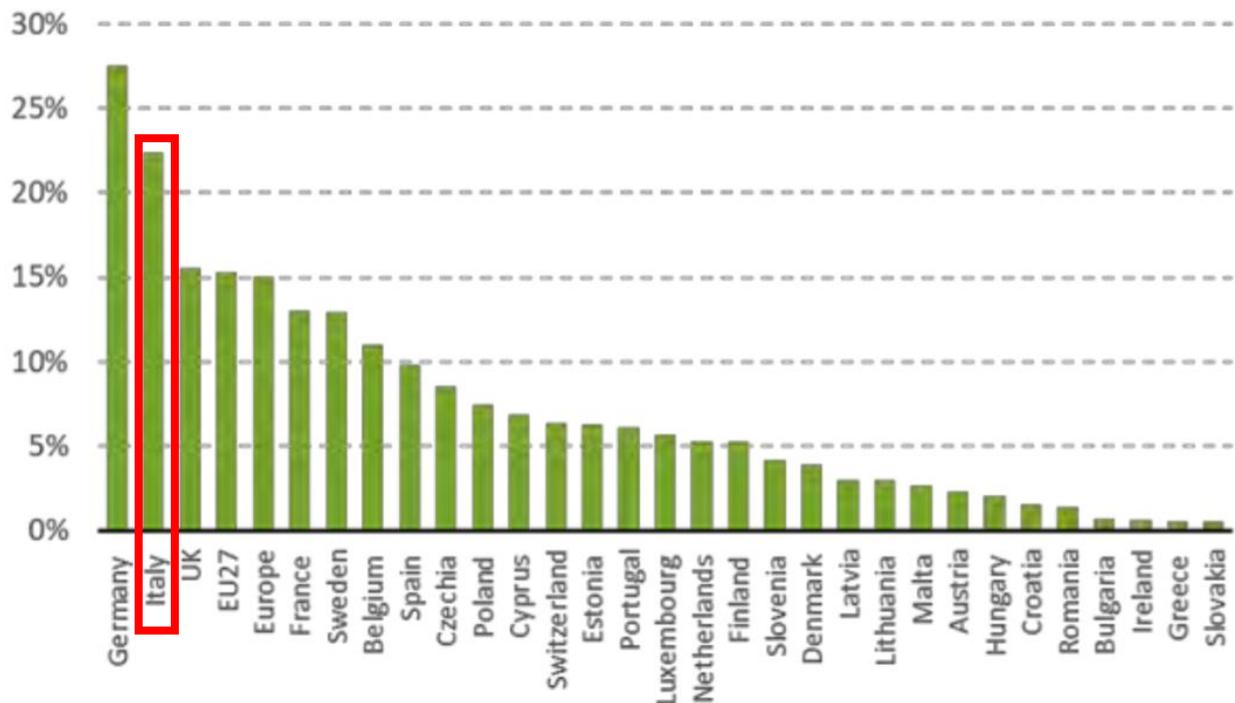
Anche le famiglie hanno beneficiato, a seconda della tipologia di prestito, di diverse **moratorie**³⁰, sia ex lege che volontarie.

Parallelamente alle moratorie, **sono state adottate misure per fornire liquidità, nella forma di nuovi finanziamenti, alle imprese avvalendosi della consolidata esperienza nel settore delle garanzie alle PMI del Fondo Centrale di Garanzia gestito da Mediocredito Centrale e, per le grandi imprese, coinvolgendo l'operatore del gruppo Cassa Depositi e Prestiti SACE S.p.a.**

I due strumenti si pongono in rapporto complementare per fornire copertura a 360° ai bisogni di liquidità di tutte le tipologie di imprese.

L'intervento è **stato significativo anche in rapporto agli altri Paesi europei**, come bene evidenzia questo grafico

³⁰ Con riguardo ai mutui per la prima casa, già con il decreto-legge 2 marzo 2020 n. 9 è stato esteso l'accesso al Fondo Gasparri ai lavoratori in cassa integrazione e, con il decreto Cura Italia, ai lavoratori autonomi e alle partite IVA. Lo strumento prevede la sospensione del pagamento delle rate del mutuo per un massimo di 18 mesi e un contributo dello Stato su parte degli interessi maturati durante il periodo di sospensione (ad oggi pari al 50%).



COVID-related state loan guarantees (% GDP)

Fonte: AFME, Impact of COVID-19 on European Capital Markets: Market Update, July 2020

3.2.2. Interventi a supporto della patrimonializzazione

L'intervento dello Stato non si è risolto nella sola tutela dei redditi e contrasto alla povertà, ma prevede forme di rafforzamento patrimoniale e ricapitalizzazione nel medio-lungo termine. Si tratta di interventi che cercano di indirizzare la ripartenza dell'economia lungo sentieri virtuosi di investimento, innovazione, individuazione di nuovi indirizzi strategici, crescita dimensionale. La difesa della capacità produttiva di medio-lungo termine è infatti condizione per assicurare una ripresa veloce e robusta, evitando che uno choc di breve periodo inneschi un prolungato periodo di bassa crescita come è avvenuto in occasione della precedente crisi.

Per le imprese fra 5 e 50 milioni di fatturato, l'elemento caratterizzante delle misure pubbliche è la combinazione con l'investimento privato. Si prevedono incentivi fiscali, sotto forma di credito d'imposta (il 20% del conferimento fino a 2 milioni di euro) per chi, tanto persone fisiche che giuridiche, apporta nuovo capital in queste società³¹. È prevista anche la sottoscrizione tramite una società pubblica di titoli di debito subordinati emessi dalle società tra 10 e 50 milioni di euro di fatturato, nei limiti previsti dal Quadro Temporaneo emanato dalla Commissione,

³¹ Un credito d'imposta è previsto anche a fronte delle perdite 2020: il credito d'imposta è pari al 50% delle perdite eccedenti il 10% del patrimonio netto, entro il limite del 30% dell'aumento di capitale eseguito.

anche in questo caso combinata con l'esecuzione di un aumento di capitale da parte di investitori privati.

In questo contesto segnalo anche l'**istituzione del “Patrimonio Rilancio” in CDP**, che consentirà di effettuare interventi di supporto alla ricapitalizzazione di S.p.A. con sede in Italia (escluse banche e assicurazioni) **che abbiano un fatturato superiore ai 50 milioni di euro.**

Questo strumento permette di riflettere su forme strutturate di “partenariato”, tra settore pubblico e privato che si realizza con l'intervento di fondi controllati dallo Stato. Queste *partnership*, con adeguati meccanismi di protezione del denaro pubblico e di incentivazione della partecipazione privata (logica crowd in), potrebbero favorire la creazione di fondi misti “pubblico-privato” destinati a determinati settori o a categorie specifiche di intervento su asset class in cui è presente oggi un evidente fallimento di mercato che non consente lo sviluppo di una industria specializzata di fondi di investimento. L'intervento dello Stato avrebbe un importante **effetto segnaletico** per attrarre gli investitori privati e favorirebbe anche il **raggiungimento di una scala critica negli investimenti.**

3.2.3. La canalizzazione del risparmio attraverso le emissioni dello Stato

In questo scenario di presenza dello Stato nell'economia anche il risparmio privato può essere chiamato a giocare la sua parte.

Nel 2020, le aumentate necessità di provvista finanziaria dello Stato per affrontare la crisi hanno evidenziato l'opportunità di diversificare le fonti e gli strumenti di finanziamento. Allo stesso tempo, come ricordavo in apertura sono cresciuti i depositi degli italiani, principalmente a causa della contrazione dei consumi e degli investimenti dovuta all'incertezza, ma anche per la dismissione di alcuni asset finanziari più liquidi. In questo contesto, **il Tesoro ha accelerato la policy già annunciata nelle linee guida del 2019 e del 2020, nelle quali aveva manifestato la volontà di interventi innovativi sulle modalità di emissione di strumenti esistenti e lo studio e il lancio di nuovi strumenti dedicati espressamente ed esclusivamente al retail. Il riferimento è alle recenti emissioni del BTP Italia e del (nuovo) BTP Futura**, che hanno contribuito ad una raccolta rispettivamente di 14 e 6 miliardi, nonché al **BTP Green di prossima emissione.** La scelta di allargare la platea degli investitori retail rimane un obiettivo strategico di medio termine (quindi non solo congiunturale per il 2020) per il Tesoro e le motivazioni sono molteplici.

Se è vero come è vero che la quota così bassa del debito pubblico detenuta direttamente da risparmiatori individuali è figlia di un dato congiunturale, è anche vero che il mercato – e l'esperienza di questi mesi lo dimostra - offre spazi non marginali attraverso innovazioni di prodotto e di modalità di collocamento per andare in

controtendenza e per farsi poi trovare pronti quando saremo usciti da questa fase congiunturale di tassi bassi.

In secondo luogo è fondamentale per un paese destinato a convivere con un debito alto per molti anni diversificare il più possibile la base degli investitori, in particolare quelli domestici, questo anche per contribuire ad un maggiore equilibrio – nella detenzione del debito sovrano - all'interno di questo gruppo di investitori tra banche, fondi di investimento di vario genere, altri soggetti finanziari non bancari e appunto gli investitori al dettaglio.

In terzo luogo così facendo il Tesoro, considerata la natura dei titoli di Stato, strumenti di per sé semplici, trasparenti e sicuri, si mette nelle condizioni di contribuire all'offerta di un bene pubblico di primaria importanza, quale quello della protezione del risparmio dei cittadini che per l'Italia ha una valenza del tutto cruciale considerata la dimensione dello stesso richiamata all'inizio e una lunga serie di esperienze espresse dal mondo privato che non sempre si sono rivelate positive per i risparmiatori individuali.

3.2.4 Gli strumenti europei

Da ultimo mi preme segnalare che l'azione della finanza di mercato e l'intervento dello Stato potranno **beneficiare del sistema di iniziative portate avanti in ambito europeo, che potrebbe ben fungere da volano alla canalizzazione dei risparmi privati in impieghi produttivi.**

Tra queste, diverse iniziative sono volte all'incentivazione degli investimenti privati. Ne è un esempio, all'interno del **Next Generation EU** – il nome attribuito al Recovery Fund, **il secondo pilastro, interamente dedicato a tale finalità, attraverso i 5,6 miliardi aggiuntivi stanziati per InvestEU**, il quale fornisce garanzie aventi lo scopo di rafforzare la resilienza europea in settori strategici, in particolare quelli legati alla transizione ecologica e digitale e nelle principali catene del valore nel mercato interno.

In verità, all'interno del primo pilastro del Next Generation EU, anche la **Recovery and Resilience Facility**, che costituisce con i suoi 312,5 miliardi di sussidi e i 360 miliardi di prestiti di gran lunga la misura principale dello strumento su cui si è di recente trovato il consenso, potrebbe favorire - nonostante essa sia rivolta primariamente alla rivitalizzazione degli investimenti pubblici - un aumento degli investimenti privati, ad esempio sotto forma di Public-Private Partnership. Tra le altre misure di interesse, possiamo ricordare il miliardo del bilancio dell'UE che sarà messo a garanzia del Fondo Europeo per gli Investimenti (EIF) per fornire sostegno alla liquidità delle imprese europee, soprattutto alle piccole e medie imprese e alle imprese a bassa e media capitalizzazione. **Occorre poi osservare che il raggiungimento del consenso politico attorno a una risposta unitaria, centralizzata e ispirata al principio di solidarietà a livello europeo avrà certamente un effetto positivo sui**

mercati e sulla fiducia di operatori e imprese, favorendo così l'emergere di un clima fertile per gli investimenti.

Nell'ambito degli strumenti europei che possono contribuire a mobilitare i risparmi privati, canalizzandoli verso investimenti per la crescita di lungo periodo, l'EIF ha lanciato nel 2018 l'*Asset Management Umbrella Fund (AMUF)*³², un veicolo d'investimento per sostenere l'economia europea mediante risorse messe a disposizione da investitori istituzionali e fondi previdenziali.

Le casse previdenziali private italiane hanno manifestato forte interesse per questo strumento; a oggi, quasi il 74 per cento dei fondi raccolti da AMUF viene dall'Italia (circa 482 milioni di euro su un totale di 655 milioni, da parte di 6 casse previdenziali italiane e da un ulteriore investitore istituzionale italiano)³³. Parallelamente, l'EIF ha lanciato nel 2020 il *Sustainable Development Umbrella Fund (SDUF)*, ancora in fase di strutturazione, con un focus sugli investimenti sostenibili e i *Sustainable Development Goals*; SDUF lancerà inizialmente un "*Health Compartment*" a supporto degli investimenti in materia sanitaria e di ricerca. Anche queste due iniziative rappresentano un'ottima opportunità per la raccolta e il convogliamento del risparmio privato, in prospettiva anche della clientela *retail*.

Un chiaro esempio della sinergia tra **politiche nazionali ed europee si può individuare anche in materia di politiche per la sostenibilità.** Già prima della crisi da COVID, è stato adottato il **Green New Deal italiano** - inserito nella Legge di Bilancio 2020 - sostenendo in tal modo il ruolo degli investimenti pubblici e privati nel processo di transizione verso un'economia sostenibile. Più di recente, la recente **conversione in Legge del DDL Rilancio, ha previsto misure volte a stimolare gli investimenti sostenibili (ne è un esempio l'Ecobonus che fornisce un credito fiscale fino al 110 per cento della spesa) e la mobilità sostenibile.**

Simmetricamente, a livello Europeo è stato adottato l'**European Green Deal** che rappresenta un piano di investimenti (con il Just Transition Mechanism si mobilitano risorse per complessivi 100 miliardi di euro circa dal 2021 al 2027, circa

³² Questi veicoli d'investimento raccolgono provvista da operatori istituzionali di tutto il mondo e la investono in fondi che a loro volta investono in società europee secondo logiche di private equity o di venture capital; il fondo risponde alle indicazioni di policy della Commissione, ottenendo allo stesso tempo un'efficiente diversificazione geografica. Il Fondo AMUF è organizzato in diversi comparti di private equity e venture capital. I primi 3 comparti hanno avuto un final closing il 30 Giugno 2020:

- Growth Capital (GC);
- Venture Capital Technology (TVC);
- Venture Capital Life Sciences (LSVC);

Successivamente al lancio, altri due comparti sono stati aggiunti ad AMUF e risultano ancora in fase di raccolta:

- European Secondary Compartment;
- Private Credit Compartment (prestiti non bancari).

³³ Dato il successo dell'operazione, l'EIF mira a lanciare il fondo AMUF II nel 2021, che dovrebbe avere un focus sui comparti Private Equity, Venture Capital Technologies e Life Sciences.

143 miliardi in 10 anni³⁴) e un meccanismo per una transizione giusta da un punto di vista economico e sociale.

In sinergia con la Commissione Europea, nel contesto del Just transition mechanism, l'Italia è coinvolta in due progetti (Ilva, Sulcis) cruciali per la decarbonizzazione. Questi interventi guardano a una più ampia inclusione sociale e alla riduzione delle disuguaglianze e della povertà, favorendo l'istruzione, la digitalizzazione e la qualità della vita, nonché la partecipazione delle donne nella forza lavoro e le pari opportunità

È vero che le misure anzidette sono intese a produrre un aumento degli investimenti, e che molte di queste, soprattutto quelle che operano attraverso l'azione della Banca Europea degli Investimenti, prevedono lo stanziamento di una garanzia pubblica che dovrebbe generare un effetto moltiplicativo sui prestiti e sugli investimenti grazie all'impiego di fondi privati. Tuttavia, **è da ritenersi che tali importanti iniziative, debitamente combinate con misure nazionali volte a canalizzare gli ingenti risparmi di cui gli italiani dispongono verso impieghi produttivi, possano contribuire al raggiungimento di tale obiettivo.**

³⁴ Il finanziamento previsto per la transizione “verde” sarà costituito dal 25 per cento del budget UE, dal 30 per cento delle garanzie del programma InvestEU (cioè la nuova versione del piano dell'ex presidente della Commissione, Junker) e da risorse messe a disposizione dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI), che dovrebbe diventare una sorta di “Banca Europea del clima”. La vera novità è rappresentata dal Just Transition Fund (7,5 miliardi di euro tra il 2021 al 2027), che rientra in quello che la Commissione ha denominato il “Just Transition Mechanism” (JTM). Il JTM ha tre principali fonti di finanziamento, anche detti “pilastri”: uno è, come anticipato, il Just Transition Fund (JTF). Sono inoltre previsti uno schema dedicato agli investimenti privati inserito all'interno del perimetro del progetto InvestEU (“secondo pilastro”) ed un servizio di erogazione di prestiti per il settore pubblico da parte della BEI, con il supporto del budget UE (“terzo pilastro”). Il JTM implicherà complessivamente la mobilitazione di 100 miliardi di euro circa dal 2021 al 2027 (circa 143 miliardi in 10 anni).

BIBLIOGRAFIA

- AFME, Impact of COVID-19 on European Capital Markets: Market Update, luglio 2020
- AFME, Capital Markets Union Key Performance Indicators, 2019
- Assogestioni, Osservatorio PIR, 2020
- Assogestioni, Mappe trimestrali del risparmio gestito, 2020
- Banca d'Italia, Relazione Annuale 2019, giugno 2020
- Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, aprile 2020
- Banca d'Italia, L'economia italiana in breve, luglio 2020
- Banca d'Italia, La ricchezza delle famiglie e delle società non finanziarie italiane, maggio 2019
- Banca d'Italia, Principali risultati dell'indagine straordinaria sulle famiglie italiane nel 2020, luglio 2020
- Banca d'Italia, La ricchezza delle famiglie in sintesi: l'Italia e il confronto internazionale, novembre 2018
- Consob, Relazione annuale per l'anno 2019, giugno 2020
- Consob, Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane per il 2019, novembre 2019
- Consob, La crisi covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata, luglio 2020
- Consob, Rapporto sulla corporate governance delle società quotate in Italia, marzo 2020
- Covip, Relazione annuale per l'anno 2019, 2020
- Itinerari Previdenziali, Investire in Italia: attivare le potenzialità del Paese, 2019
- IVASS, Relazione annuale per l'anno 2019, 2020
- OECD, Capital Market Review of Italy 2020, gennaio 2020
- Politecnico di Milano-Intermonte-AIPB, Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese, gennaio 2020.
- Prometeia, Wealth Insight: il contesto macroeconomico e finanziario, luglio 2020