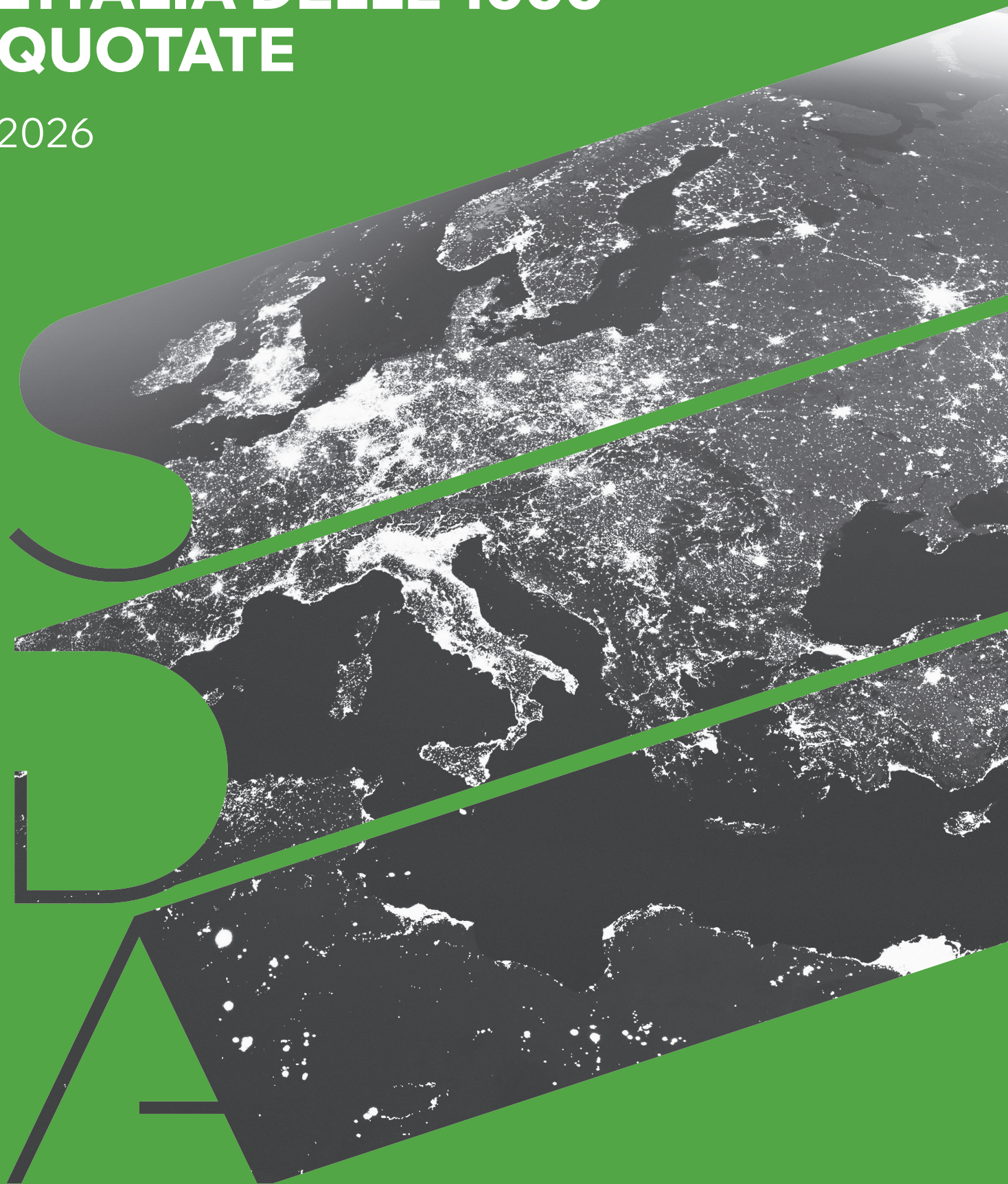


PIÙ BORSA, PIÙ CRESCITA: L'ITALIA DELLE 1000 QUOTATE

2026



RESEARCH TEAM



Stefano Caselli

Dean di SDA Bocconi School of Management
Professore Ordinario di Economia degli Intermediari
Finanziari e Algebris Chair in “Long-Term Investment
and Absolute Return” presso l’Università Bocconi



Maria Chiara Merola

Knowledge Analyst,
SDA Bocconi School of Management



Marta Zava

Assistant Professor of Practice of Finance,
SDA Bocconi School of Management

In collaborazione con





PREFAZIONE

FABRIZIO TESTA (Amministratore Delegato di Borsa Italiana, Gruppo Euronext)

La crescita non è un'opzione. È la condizione per preservare la competitività del nostro Paese, sostenere l'occupazione e continuare a generare benessere nel tempo. E per crescere, le imprese hanno bisogno di capitale.

È da qui che dobbiamo partire per comprendere il ruolo della Borsa. La Borsa è un'infrastruttura strategica per la competitività del Paese. Il suo ruolo è connettere il risparmio alle imprese, sostenere gli investimenti e l'innovazione, favorire la crescita dimensionale e le aggregazioni e permettere ai cittadini di partecipare alla creazione di valore dell'economia reale.

Questo studio pone una domanda volutamente ambiziosa: come sarebbe l'Italia con 1000 società quotate?

Il numero è un obiettivo, ma è soprattutto un modo per cambiare prospettiva nel considerare il mercato. La ricerca mostra infatti che un mercato azionario più ampio e profondo può generare benefici che vanno ben oltre le singole società che vi accedono: più crescita, maggiore produttività, più investimenti, più occupazione e maggior gettito fiscale a beneficio dell'economia reale, dell'autonomia strategica e della competitività del sistema-Paese.

Più Borsa genera più crescita, ma anche più trasparenza nella crescita e più democrazia nella condivisione

di ricchezza e benessere.

Per questo occorre considerare la Borsa come uno strumento di politica industriale. Se vogliamo più campioni nazionali, imprese capaci di innovare e aziende italiane in grado di competere su scala globale, dobbiamo creare le condizioni perché il capitale di rischio diventi una componente strutturale del loro percorso di sviluppo.

È una sfida italiana, ma ancora prima europea. In un contesto globale nel quale dimensione, tecnologia e disponibilità di capitale sono fattori decisivi di competitività, l'Europa ha bisogno di mercati dei capitali forti, integrati e competitivi per finanziare la propria crescita ed autonomia strategica. Euronext (il gruppo borsistico paneuropeo che comprende Borsa Italiana) rappresenta in questo senso un'infrastruttura fondamentale: un mercato europeo integrato che consente alle imprese - non solo italiane - di accedere a una base di investitori globale e al principale bacino di liquidità europeo.

L'integrazione delle infrastrutture è una condizione necessaria, ma non sufficiente. Occorre una strategia organica e di lungo periodo che consenta alla Borsa di svolgere a pieno il proprio ruolo. In Italia servono sia riforme strutturali di ampio respiro, che iniziative concrete dall'impatto più immediato.

Mi auguro che questo studio possa contribuire alla riflessione sulle riforme e iniziative necessarie per mettere la Borsa a servizio della competitività del Paese. Le raccomandazioni indicano una direzione precisa: rafforzare la partecipazione ai mercati pubblici delle famiglie e degli investitori istituzionali; creare condizioni strutturali che incoraggino le imprese a utilizzare la Borsa; rafforzare l'ecosistema finanziario; continuare a rendere il quadro regolamentare più semplice, proporzionato e competitivo. Ma, soprattutto, costruire una più forte cultura dell'*equity*.

Un Paese che aspira alla crescita deve avere una cultura del capitale coerente con questa ambizione. Per gli imprenditori significa vedere l'apertura del capitale in Borsa non come una perdita di autonomia, ma come uno strumento per crescere che permette di mantenere identità e presenza nella governance societaria. Per i risparmiatori significa poter trasformare una parte della propria ricchezza in partecipazione allo sviluppo delle migliori imprese italiane ed europee.

Questa è, in fondo, la vera sfida delle 1000 quotate: non avere semplicemente più società sui listini, ma costruire un Paese più capace di trasformare il risparmio in investimenti, di far crescere le proprie imprese e di generare una crescita più ampia e condivisa, nella cornice di trasparenza e presidi propri della Borsa.

È una sfida per il Paese che riguarda tutti: imprese, investitori, istituzioni e mercato. Una sfida che dobbiamo avere l'ambizione di vincere.

STEFANO CASELLI (Dean, SDA Bocconi School of Management)

Dimensione delle imprese, crescita, innovazione e occupazione sono termini fortemente legati tra loro e sempre più ricorrenti nel dibattito, anche politico. L'improvvisa accelerazione delle scelte americane e il senso di solitudine dell'Europa spingono a riflettere su temi che ci erano ben noti ma che avevamo il lusso di poter posticipare o non affrontare del tutto. Puntare alla crescita delle imprese e a un loro salto dimensionale richiede non solo un'attitudine e un'accettazione collettiva, pensiamo all'idiosincrasia del nostro Paese verso le aziende che non sono piccole o medie, ma impone scelte di politica economica e industriale. Diviene allora più che mai attuale interrogarsi su come sarebbe l'Italia con 1000 aziende quotate e impegnarsi in questa direzione.

Su questo fronte, un percorso possibile è quello di utilizzare il mercato finanziario come strumento a servizio della politica industriale e degli obiettivi di crescita, innovazione e occupazione. Questo, peraltro, in un momento storico in cui la dimensione della ricchezza finanziaria disponibile è straordinaria: ricordiamo sempre che le attività finanziarie nelle mani delle famiglie italiane hanno superato i 6.300 miliardi di euro, vale a dire più del doppio del nostro debito pubblico. Come utilizzare queste risorse senza intraprendere iniziative rischiose ma collegandole all'economia reale e alle imprese è la sfida che può essere giocata non solo per creare crescita ma anche per dare una prospettiva di *welfare* efficace a una popolazione sempre meno giovane. I mercati finanziari e la Borsa sono il luogo di questo collegamento e lo strumento che diviene centrale per una strategia Paese.

Senza una Borsa e senza un utilizzo continuativo da parte delle aziende e del sistema economico diviene prima di tutto impossibile collegare la forza del risparmio e della liquidità disponibile allo sviluppo economico e all'occupazione. Questo in una fase storica in cui l'esigenza di salto dimensionale delle aziende e di investimenti lungo alcuni filoni strategici (intelligenza artificiale, salute, infrastrutture, difesa, rinnovabili) è essenziale per la sopravvivenza e per la competitività dell'Unione europea.

Questa centralità è una scelta politica e di narrativa. Politica, perché i mercati finanziari devono essere inseriti come punto centrale dell'azione della Commissione europea, e dei governi nazionali, come strumento di sviluppo a beneficio non di un settore ma della collettività. Di narrativa, perché occorre attivare seriamente azioni di *financial education* ad ampio spettro, spingendo la comprensione e il dovere civico di investire, con tutte le ricadute previdenziali e assicurative e di benessere che questo genera per ogni persona. Ma è anche una scelta dei temi critici che vanno affrontati per dare alla Borsa e ai listini il ruolo di punto centrale di un ecosistema più ampio che vede le imprese, i fondi di *private equity* e di *venture capital*, le compagnie di assicurazione e i fondi pensione. Non a caso, la crescita straordinaria del *private equity* e del *venture capital* ha più che mai bisogno di un listino forte e vivo sia per realizzare i disinvestimenti sia per dare in prospettiva liquidità ad investitori più piccoli che vogliono inserire questa *asset class* nel loro portafoglio. Il tema del pieno utilizzo del mercato passa sicuramente attraverso buone e migliori norme.

Il nuovo assetto del TUF potrà solo rafforzare il percorso intrapreso con la Legge Capitali, insieme alle direttive europee. La riforma del TUF è essenziale non tanto per stravolgere ma per semplificare e chiarire a livello non solo domestico ma soprattutto internazionale quali sono i punti chiave che rendono il mercato italiano attraente e permettono di fare crescere un'industria dell'*asset management* italiana. Così come la fiscalità, se utilizzata in modo strutturale e non estemporaneo e una tantum potrà contribuire con altrettanta forza. A titolo di esempio, l'inserimento di bonus a favore della quotazione ha storicamente generato un impatto immediato e positivo, ma appena il bonus cessa di esistere l'impulso termina. Se invece si introducesse strutturalmente e in via definitiva una scelta fiscale che dia vantaggio all'*equity* rispetto al debito e che premi gli investitori che detengono a medio termine titoli quotati, questo orienterebbe in via definitiva alcune scelte e alcuni comportamenti di sistema. Su questo è indispensabile aprire una nuova storia che faccia tesoro e superi l'esperienza dei PIR creando un ponte strutturale tra risparmio retail e mercato di Borsa. Fondamentale in questo quadro è anche il ruolo che potrà giocare il nuovo Fondo Nazionale Strategico Indiretto (FNSI) gestito da CDP che agirà come "*anchor investor*" a supporto del mercato azionario italiano, con attenzione alle imprese di piccola e media dimensione.

Occorre inoltre avviare una discussione sull'industria dell'*asset management* che svolge la funzione di motore delle transazioni. Il nostro Paese ha grandissimi risparmi che sono una risorsa naturale. Abbiamo la responsabilità di usare questa risorsa naturale e non di farla usare da altri: questo richiede anche la presenza di campioni di grande dimensione dell'*asset management*, soprattutto di investimenti liquidi ma anche di investimenti illiquidi. Una riflessione va quindi fatta a partire dalle prime banche e dalle prime compagnie di assicurazione del Paese per spingere alla creazione di questa dimensione. Il punto centrale e la sfida, italiana ed europea, è proprio questo: riconoscere che il risparmio è una risorsa naturale fondamentale e primaria. Che i mercati di Borsa non sono un elemento distante e tecnico, rilevante per qualcuno oppure oggetto di attenzione superficiale quando arrivano i *delisting*, ma uno strumento di base del funzionamento sociale. Che è fatto di occupazione, di sostenibilità, di un *welfare* che possa migliorare per assicurare una vita più dignitosa. Tutti temi che oggi più che mai passano attraverso le scelte di investimento. Con un Paese che valorizzi la forza delle sue imprese con la quotazione.

PUNTI SALIENTI

IL MERCATO AZIONARIO ITALIANO: COME SAREBBE L'ITALIA CON 1000 SOCIETÀ QUOTATE?

Il mercato azionario italiano è strutturalmente sottodimensionato rispetto all'economia nazionale, con circa 400 società quotate e una capitalizzazione di mercato pari al 47% del PIL, ben al di sotto di Paesi europei comparabili come la Francia (107%), il Regno Unito (130%) e la Svezia (185%). Colmare questo gap non è soltanto un obiettivo del mercato dei capitali; è una scelta strategica di politica economica, con benefici misurabili e cumulativi per la crescita, l'occupazione e la sostenibilità fiscale.

L'OPPORTUNITÀ MACROECONOMICA

- Si stima che l'ampliamento del mercato a 1000 società quotate e il raggiungimento di una capitalizzazione pari al 100% del PIL produrrebbero un incremento della crescita del PIL pari a +0,95%, un aumento del gettito fiscale di +2,09% e una riduzione del tasso di disoccupazione dell'1,93%.
- Anche in uno scenario più prudentiale, in cui l'Italia raggiunga un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari all'80%, gli effetti stimati resterebbero economicamente rilevanti, suggerendo che i benefici inizino a manifestarsi ben prima del pieno raggiungimento dell'obiettivo.
- Il costo opportunità del mantenimento dello *status quo* è significativo e si accumula nel tempo.

L'ANALISI MICROECONOMICA

- In Italia, le società quotate hanno registrato una crescita media annua dei ricavi pari all'8,2% nel periodo 2015-2024, superiore di circa 3,5 punti percentuali rispetto alle società non quotate.
- La produttività è superiore del 24% per dipendente; la propensione agli investimenti si attesta in media al 6,8% dei ricavi, contro il 4,2% delle imprese private.
- Gli EBITDA Margin si attestano in media al 14,8%, contro l'11,2% delle società private; il ROE mediano raggiunge l'11,2%, contro il 9,8%.
- L'occupazione è cresciuta del 3,8% annuo tra le società quotate, oltre due volte superiore rispetto all'1,2% osservato tra le società private, con salari più elevati e sistemi di *welfare* aziendale più articolati.
- Le società quotate generano il 20% delle operazioni di M&A, che valgono il 28% del valore complessivo, pur rappresentando appena lo 0,01% delle imprese italiane.

LA PIPELINE: 602 NUOVE QUOTAZIONI NETTE

- È stata identificata una pipeline decennale di circa 602 nuove quotazioni nette, incrociando classe dimensionale e settore nell'attuale universo delle imprese private in Italia.
- L'obiettivo strategico si concentra su 313 grandi e grandissime imprese con ricavi superiori a 250 milioni di euro, che rappresentano il 52% delle nuove quotazioni previste e l'88% della nuova capitalizzazione di mercato.
- Parallelamente, l'intervento mira anche a colmare il fenomeno del cosiddetto "*missing middle*", aumentando la presenza di società con ricavi compresi tra 100 e 250 milioni di euro di circa 4,5 volte.
- Si stima che le nuove quotazioni generino circa 489 miliardi di euro di capitalizzazione aggiuntiva; la crescita organica delle società già quotate contribuisce per ulteriori 564 miliardi di euro; l'apprezzamento incrementale dei nuovi entranti genera ulteriori 151 miliardi di euro, andando complessivamente a colmare il gap fino al 100% del PIL nell'arco del decennio.

SEI LEVE DI POLICY

- **Canalizzare il risparmio retail:** introdurre strumenti di investimento semplici, trasparenti e fiscalmente efficienti, in linea con la raccomandazione della Commissione europea sui *Saving and Investment Accounts*, per orientare in modo strutturale i portafogli delle famiglie italiane verso i titoli azionari.
- **Mobilizzare gli investitori istituzionali:** espandere la componente pensionistica a capitalizzazione, promuovere l'adesione automatica ai fondi pensione complementari e allentare progressivamente i vincoli alle allocazioni azionarie di fondi pensione e assicurazioni.
- **Incentivare le quotazioni:** istituire un framework fiscale strutturale, un premio alla trasparenza, che copra i costi di quotazione e i costi di compliance continuativa; rendere permanente il bonus IPO e replicare a livello nazionale iniziative regionali quali "Quota Lombardia" e "Quota Liguria".
- **Rafforzare l'ecosistema di mercato:** rafforzare la rete di *investment bank, broker, analisti, asset manager e market maker*, con iniziative pubblico-private a sostegno della ricerca finanziaria sulle società small e mid-cap.
- **Regolamentazione proporzionata:** rafforzare il percorso intrapreso con la Legge Capitali (2024), la riforma del TUF, il *Listing Act* dell'Unione europea (2026) e le semplificazioni introdotte da CONSOB e Borsa Italiana, applicando principi di proporzionalità ai requisiti informativi e di governance per le PMI.
- **Trasformazione culturale:** promuovere l'educazione finanziaria, valorizzare casi di successo di imprese familiari quotate e riposizionare la quotazione come strumento di crescita e preservazione della ricchezza di lungo periodo, più che come una perdita di controllo

Lo sviluppo del mercato dei capitali italiano verso una struttura più profonda e inclusiva richiede un coordinamento organico tra riforme fiscali, regolamentari, istituzionali e culturali. Con la corretta architettura di policy, il mercato azionario italiano può evolvere in una piattaforma stabile per gli investimenti e la competitività nazionale di lungo periodo, trasformando l'ampio stock di ricchezza privata del Paese in un autentico propulsore per l'economia reale.

EXECUTIVE SUMMARY

Il mercato azionario italiano ha un ampio potenziale di crescita, in particolar modo se rapportato alla rilevanza dell'economia nazionale. Con circa 400 società quotate e una capitalizzazione di mercato pari al 47% del PIL*, il mercato azionario italiano risulta sotto-rappresentare l'economia reale rispetto alle principali economie europee, come Francia, Regno Unito e Svezia, dove tale rapporto raggiunge rispettivamente il 107%, il 130% e il 185%.

Questo divario strutturale limita l'allocazione efficiente dei capitali, riduce le opzioni di finanziamento disponibili per le imprese e genera costi significativi per la crescita economica dell'intero Paese.

COME SAREBBE L'ITALIA CON 1000 SOCIETÀ QUOTATE?

Il lavoro evidenzia come l'ampliamento del mercato azionario italiano a 1000 società quotate e il raggiungimento di una capitalizzazione pari al 100% del PIL produrrebbero importanti benefici macroeconomici. In particolare, le stime indicano un aumento della crescita del PIL pari a +0,95%, un aumento del gettito fiscale di +2,09% e una riduzione del tasso di disoccupazione dell'1,93% (Tabella 1).

TABELLA 1: ANALISI DI SENSITIVITÀ SULL'IMPATTO MACROECONOMICO DELLA QUOTAZIONE

Baseline Italia 2025: 47% del PIL			
	Conservativo	Obiettivo	Miglior scenario
	80%	100%	125%
	$\Delta +33$ pp	$\Delta +53$ pp	$\Delta +78$ pp
Crescita del PIL	+ 0,60 pp	+ 0,95 pp	+ 1,40 pp
Crescita del gettito fiscale	+ 1,30 pp	+ 2,09 pp	+ 3,07 pp
Crescita della disoccupazione	- 1,20 pp	- 1,93 pp	- 2,85 pp

Fonte: proiezioni degli autori

*dati 2025

Tali effetti derivano da un circolo virtuoso a cui partecipano i fattori di seguito analizzati nella ricerca: una migliore allocazione del capitale, maggiore capacità di investimento delle società e lo sviluppo di un ecosistema di mercato più profondo, strutturato e in grado di connettere le aziende con investitori di lungo periodo.

Anche in uno scenario più prudentiale, in cui l'Italia raggiunga un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari all'80%, gli effetti stimati resterebbero economicamente rilevanti. Ciò suggerisce che i benefici di un rafforzamento del mercato azionario si inizino a manifestare gradualmente, prima del pieno raggiungimento dell'obiettivo delle 1000 società quotate.

Tali evidenze non devono però essere lette come la prova di un nesso automatico tra l'aumento del numero di società quotate e la crescita economica nazionale. Piuttosto, evidenziano il potenziale beneficio economico derivante dallo sviluppo di un ecosistema dei capitali strutturalmente più ampio, efficiente e accessibile, che incoraggia una crescita sostenibile, trasparente e condivisa.

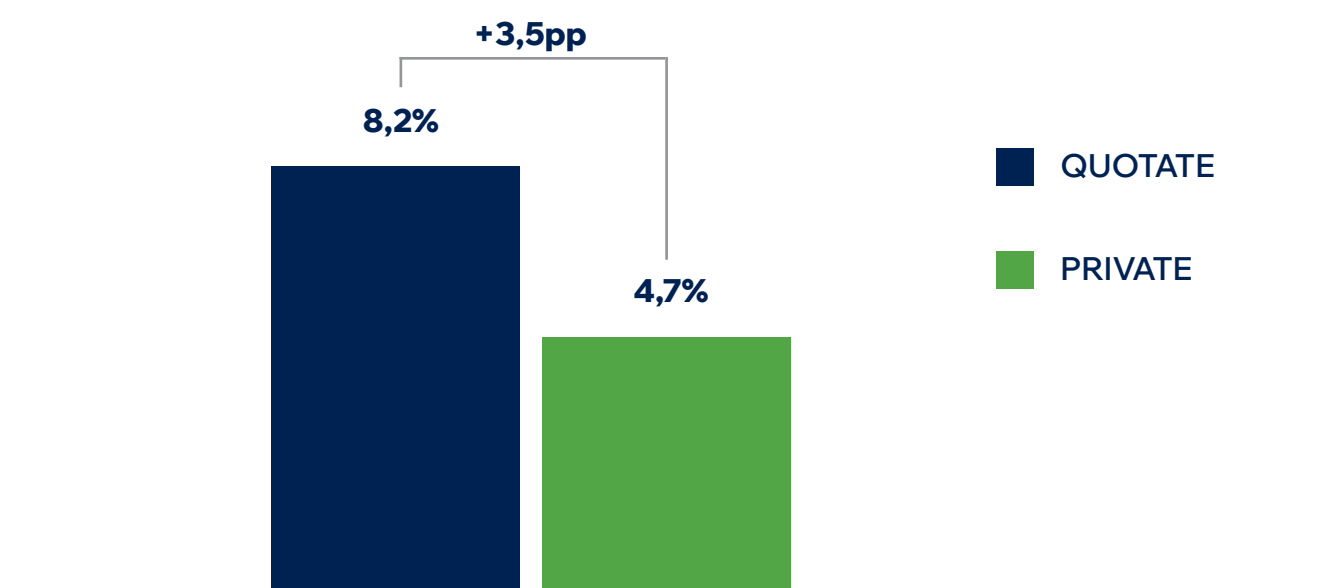
In questa prospettiva, i benefici stimati possono essere letti come una quantificazione del costo-opportunità legato al mantenimento dell'attuale utilizzo del mercato azionario italiano, rispetto al raggiungimento del suo pieno potenziale

Il mercato dei capitali in Italia, oggi, mostra limitata profondità e bassa capitalizzazione, che si traducono in una sistematica sottorappresentazione di alcuni settori, tra cui Industrials, Technology, Consumer Goods e Healthcare.

Oggi, centinaia di imprese italiane profittevoli rimangono private, pur potendo potenzialmente utilizzare i mercati pubblici come leva strategica per sostenere e accelerare la crescita: un passaggio spesso indispensabile per competere efficacemente nel proprio settore, preservando al contempo identità e governance.

La ricerca non si limita a stimare gli effetti macroeconomici della quotazione e approfondisce anche i driver microeconomici sottostanti, ossia i meccanismi a livello aziendale attraverso cui l'accesso al mercato dei capitali può contribuire alla crescita dell'economia nazionale. In particolare, l'analisi esamina come la quotazione possa attivare, anche a livello microeconomico, un circolo virtuoso, traducendosi in una maggiore crescita dei ricavi, miglioramento della redditività, un utilizzo più efficiente del lavoro e del capitale e, più in generale, in un rafforzamento della competitività del sistema produttivo.

FIGURA 1: CRESCITA MEDIA ANNUA DEI RICAVI, 2015-2024 (%)

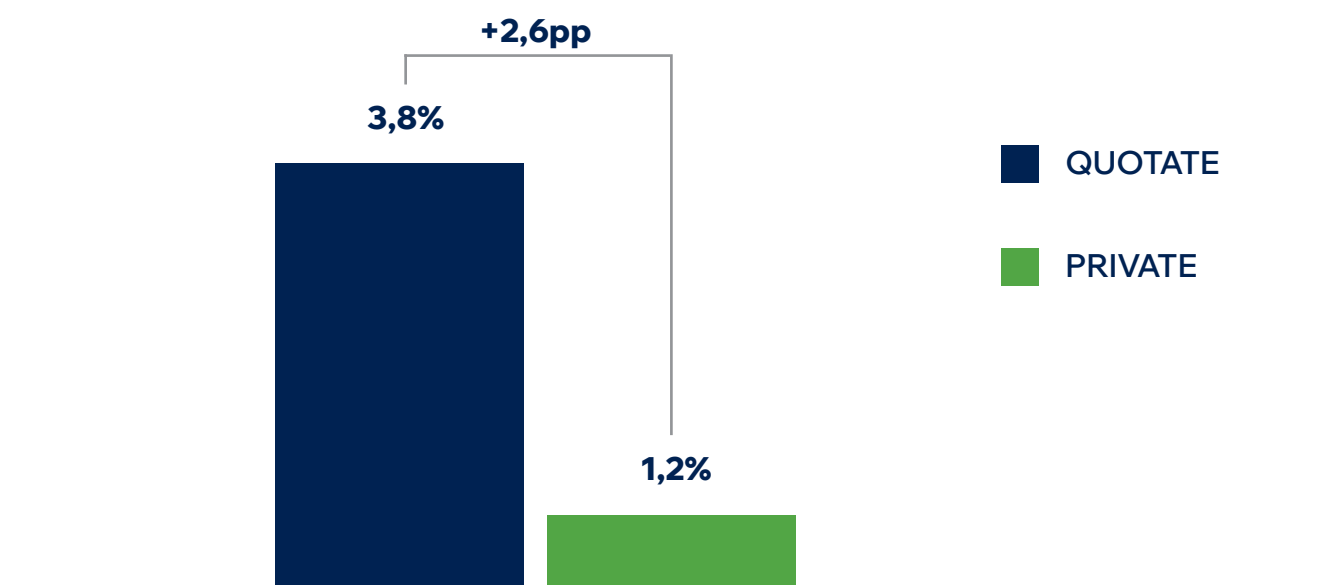


Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori

Negli ultimi dieci anni, in Italia, le società quotate hanno registrato una crescita media annua dei ricavi pari all'8,2%, superiore di circa 3,5 punti percentuali rispetto alle società non quotate. Tale differenziale riflette diversi fattori, tra cui un migliore accesso ai capitali per finanziare l'espansione, maggiori economie di scala, una più elevata efficienza operativa, pratiche manageriali più strutturate e, in parte, un effetto di selezione legato alla maggiore propensione alla quotazione da parte delle imprese già caratterizzate da tassi di crescita più sostenuti.

Anche in termini di produttività, le società quotate mostrano performance significativamente superiori, generando in media il 24% in più di ricavi per dipendente rispetto alle società private. Tale vantaggio appare riconducibile a competenze professionali più qualificate, migliori pratiche gestionali e in generale a una maggiore disponibilità di capitale che permette investimenti in tecnologia, macchinari e infrastrutture, e dunque una maggiore innovazione. Le società quotate italiane, infatti, hanno storicamente mostrato una maggiore propensione agli investimenti pari in media al 6,8% dei ricavi, contro il 4,2% delle società non quotate. Inoltre, l'analisi evidenzia differenze sistematiche anche nella struttura del capitale: in Italia, le società quotate presentano una leva finanziaria superiore di circa 23 punti percentuali rispetto alle società non quotate, a conferma di una maggiore capacità di accesso e gestione delle fonti di finanziamento.

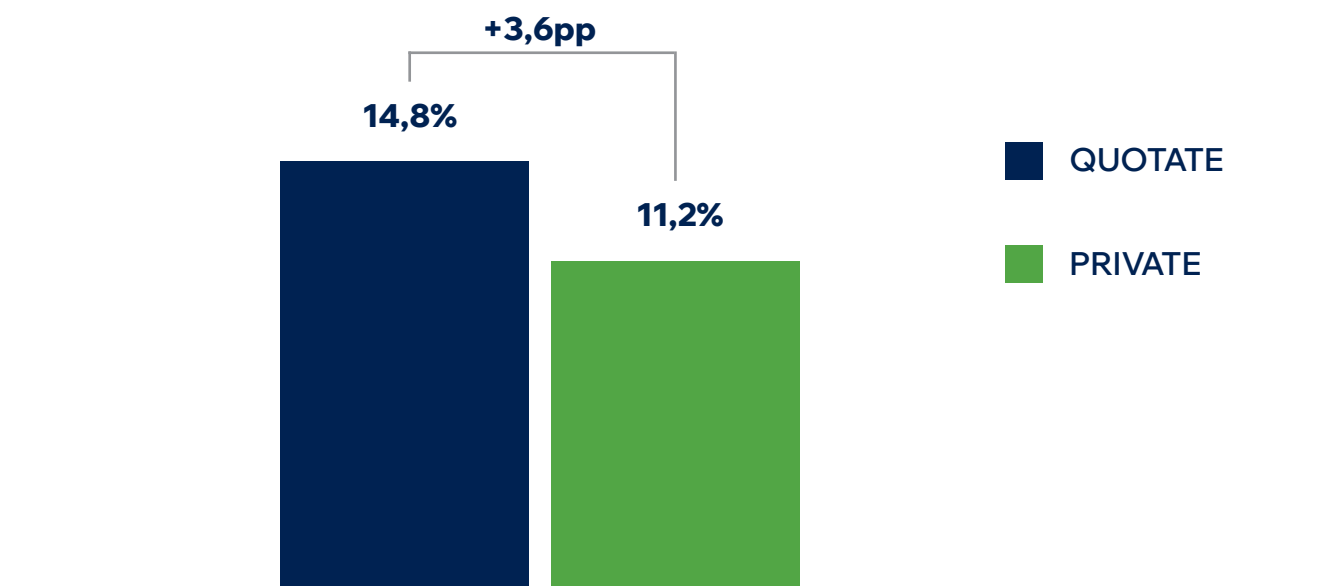
FIGURA 2: CRESCITA MEDIA ANNUA DELLA FORZA LAVORO, 2015-2024 (%)



Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori

I dati mostrano che la quotazione genera un impatto positivo in termini di occupazione. In particolare, dal 2015 al 2024 le società quotate hanno registrato un premio occupazionale con una crescita media annua del numero di dipendenti pari al 3,8%, oltre due volte superiore rispetto all'1,2% osservato tra le società private. Tali evidenze assumono particolare rilievo per le politiche del lavoro e per le strategie di sviluppo economico, poiché le società quotate non solo contribuiscono alla creazione di occupazione a ritmi più sostenuti, ma tendono anche a offrire salari medi più elevati, sistemi di *welfare* aziendale più articolati e maggiori opportunità di formazione e crescita con un costo per dipendente pari a 1,3 volte quello delle imprese non quotate. Questo contribuisce ad alimentare un meccanismo virtuoso di selezione e valorizzazione dei talenti: grazie a retribuzioni più competitive, migliori prospettive di carriera e maggiori opportunità di sviluppo, le società quotate risultano più efficaci nell'attrarre e trattenere risorse qualificate all'interno del Paese.

FIGURA 3: EBITDA MARGIN MEDIO, 2015-2024 (%)



Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori

In Italia, le società quotate mostrano una performance economico-finanziaria mediamente superiore rispetto alle non quotate. Il Margine Operativo Lordo medio (EBITDA Margin) si attesta al 14,8%, rispetto all'11,2% delle società private segnalando una maggiore efficienza operativa. Tale evidenza trova conferma anche negli indicatori di profittabilità netta: il ROE mediano storico delle società quotate raggiunge l'11,2%, contro il 9,8% delle società non quotate, mentre il ROA evidenzia un differenziale positivo di circa 1,7%. Nel complesso, i dati suggeriscono che la società quotata tipica presenta livelli più elevati di redditività e di efficienza economico-finanziaria, pur in presenza, tra le società private, di una componente significativa di imprese ad alta profittabilità. Nel complesso, la quotazione genera un vantaggio sistematico e trasversale, sostenuto da maggiore scala operativa, migliore accesso al capitale e assetti di governance più strutturati.

LE SOCIETÀ QUOTATE RAPPRESENTANO IL 20% DELLE OPERAZIONI DI M&A IN ITALIA

Tra il 2015 e il 2025, le società quotate hanno generato circa il 20% del totale delle operazioni di M&A in Italia, che valgono il 28% del valore complessivo, pur rappresentando appena lo 0,01% del tessuto imprenditoriale italiano. Questo dato evidenzia una propensione significativamente più elevata delle società quotate a partecipare a operazioni straordinarie, confermando il ruolo centrale della Borsa nel favorire crescita, aggregazioni e capacità di generare campioni nazionali.

Chiariti i costi-opportunità connessi alla crescita del mercato azionario italiano, sia in termini di benefici microeconomici per il tessuto imprenditoriale nazionale, sia in termini di potenziale impatto macroeconomico sul Paese, la ricerca si è posta l'obiettivo di identificare un bacino potenziale di circa 600 nuove società che potrebbero fare accesso alla Borsa, al netto di potenziali uscite dal listino nel medesimo arco temporale.

Tale stima è stata elaborata incrociando classe dimensionale e settore di attività, sulla base dell'attuale universo delle società italiane private.

TABELLA 2: PROIEZIONI DELLE 602 NUOVE QUOTAZIONI NETTE

Categoria dimensionale	Numero di nuove quotazioni nette	% di nuove quotazioni nette	Capitalizzazione di mercato media (mln €)	Capitalizzazione di mercato totale (mld €)
Micro (< 50 mln €)	41	6,8%	45 €	1,8 €
Piccole (50 - 100 mln €)	62	10,3%	85 €	5,3 €
Medie (100 - 250 mln €)	186	30,9%	257 €	47,8 €
Grandi (250 mln € - 1 mld €)	250	41,5%	990 €	247,5 €
Grandissime (> 1 mld €)	63	10,5%	2.962 €	186,6 €
Totale	602	100%		489,0 €

Fonte: proiezioni degli autori

Il percorso verso il raggiungimento di 1000 società quotate si fonda sulla costruzione di una pipeline diversificata di imprese da portare sul mercato su un orizzonte temporale di circa 10 anni.

Come dimostrato da Banca d'Italia (Finaldi Russo et al., 2020), la quotazione di un elevato numero di piccole società private difficilmente genera un incremento significativo della capitalizzazione complessiva del mercato. Per questo motivo, l'obiettivo si concentra, in particolare, sulla quotazione di 313 grandi imprese, che rappresentano circa 1/9 delle attuali società private con ricavi superiori a 1 miliardo di euro (Grandissime) e 1/7 delle società private con ricavi compresi tra 250 milioni e 1 miliardo di euro (Grandi). Queste imprese rappresentano il 52% delle nuove quotazioni nette previste e contribuiscono all'88% della nuova capitalizzazione di mercato. Parallelamente, l'intervento mira anche a colmare il fenomeno del cosiddetto "missing middle", aumentando la presenza sul mercato azionario di società con ricavi compresi tra 100 e 250 milioni di euro di circa 4,5 volte.

Questo cambiamento rafforza in modo significativo la profondità, la liquidità e l'attrattività del mercato azionario italiano, poiché le società di maggiori dimensioni tendono a rappresentare la quota prevalente della capitalizzazione di mercato, dei volumi di scambio, della copertura da parte degli analisti e della partecipazione degli investitori internazionali. Allo stesso tempo, l'ampliamento del listino preserva una rappresentanza anche tra le società di dimensioni minori, grazie ad un ecosistema di mercato ampio e articolato lungo l'intero spettro dimensionale del sistema produttivo.

Nel complesso, la struttura prospettica del mercato azionario italiano evolve verso una configurazione più scalabile e competitiva a livello internazionale, capace di canalizzare il capitale domestico verso imprese domestiche competitive e trasparenti, generando al contempo una ricchezza condivisa dai risparmiatori/cittadini italiani e una maggiore attrattività per i capitali internazionali.

Gli incrementi più rilevanti stimati riguardano il settore industriale, con 161 nuove quotazioni e circa 145 miliardi di euro di nuova capitalizzazione, sostenuto dalla tradizione manifatturiera italiana, e il comparto Consumer Discretionary, con 107 nuove quotazioni e circa 70 miliardi di euro di nuova capitalizzazione, trainato in particolare dai settori del *lifestyle* italiano. I settori con la crescita percentuale più elevata sono Consumer Staples, con un incremento da 16 a 112 società, e Healthcare, con un incremento da 20 a 70 società, su un arco temporale di dieci anni, entrambi sottorappresentati oggi nel mercato italiano.

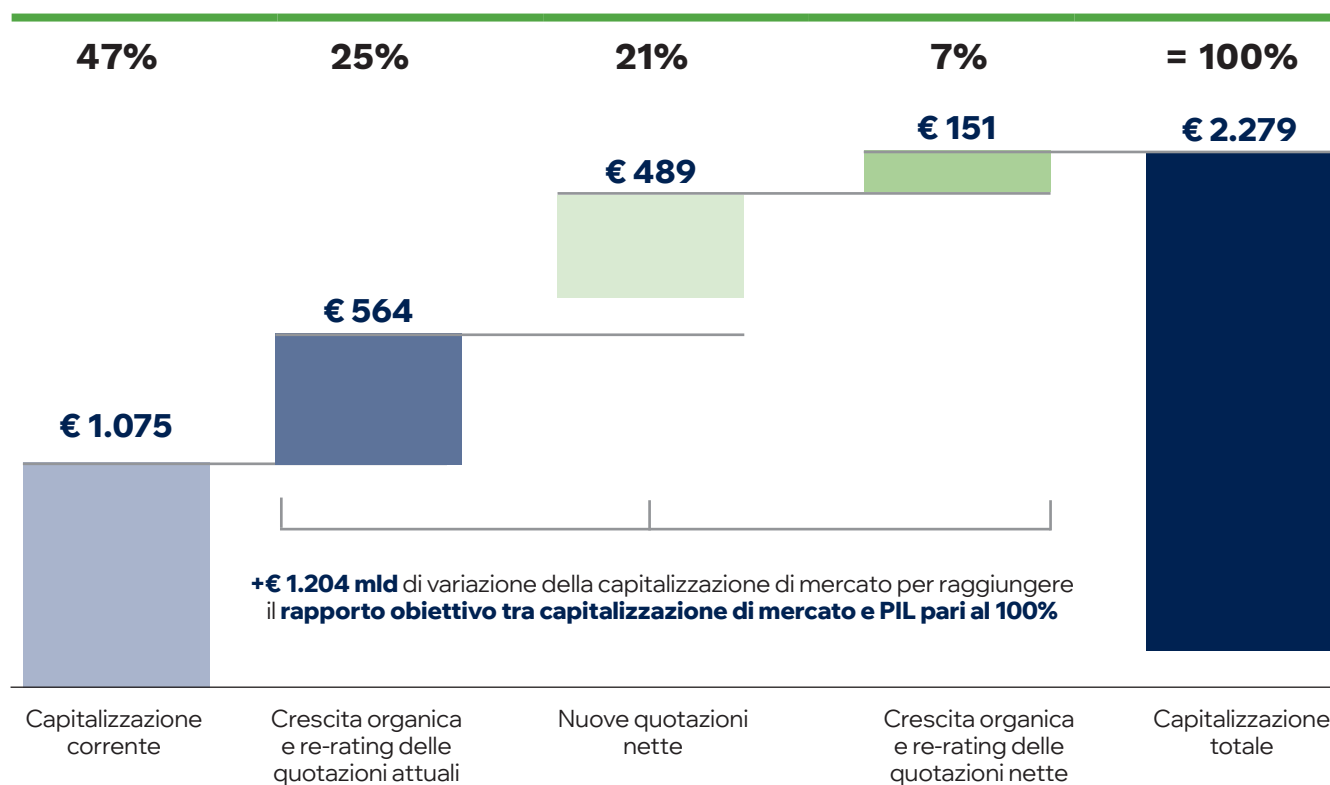
Le nuove quotazioni si inseriscono in un percorso di crescita sostenuta, come illustrato nella Figura 4, che rafforza sia le società già quotate sia le società che accedono al mercato nel corso del periodo considerato. Le società quotate tendono a registrare una crescita dei ricavi più sostenuta, grazie a un migliore accesso al capitale e a standard di *governance* più avanzati; la redditività tende inoltre a crescere a un ritmo superiore rispetto ai ricavi, una volta che si manifestano i benefici di scala. A ciò si aggiunge il fatto che le azioni italiane risultano oggi sottovalutate rispetto ai principali mercati europei. Con l'aumento della liquidità del mercato e della partecipazione degli investitori sia domestici che internazionali, tale sconto valutativo si riduce progressivamente, consentendo alle società di rimanere più a lungo sul mercato e di scalare il listino, diventando da piccole a medie imprese e da medie a grandi e grandissime imprese. Applicando, in modo conservativo, un tasso di crescita annuo del 4,8% (ben al di sotto della crescita media della capitalizzazione delle società quotate nel periodo 2015-2025, pari a circa 8,9%), questa componente contribuirà per circa 564 miliardi di euro nell'arco di dieci anni, coprendo circa il 47% del gap di capitalizzazione di mercato necessario per raggiungere il 100% del PIL.

Inoltre, anche le nuove società quotate contribuiscono direttamente alla crescita del mercato. Una volta approdate in Borsa, queste società generano circa 489 miliardi di euro di capitalizzazione aggiuntiva, pari al 41% del gap. Nel corso degli anni, esse seguono una traiettoria analoga a quella delle società già quotate: espansione dei ricavi, miglioramento dei margini e progressiva rivalutazione dei multipli. Ipotizzando una distribuzione omogenea delle quotazioni lungo il decennio e applicando lo stesso tasso di crescita annuo del 4,8%, l'apprezzamento incrementale genera ulteriori 151 miliardi di euro, equivalenti al restante 12% del gap.

Nel loro insieme, le nuove quotazioni nette e la crescita delle società quotate sono concepite come due dinamiche reciprocamente rafforzanti: le quotazioni aumentano immediatamente la scala del mercato, le società già quotate continuano a creare valore nel tempo e i nuovi entranti diventano attori progressivamente più rilevanti. La nuova configurazione del mercato consente quindi di sostenere la crescita dei ricavi, l'espansione della redditività e l'allineamento dei multipli valutativi ai mercati europei.

FIGURA 4: FONTI DI CRESCITA DELLA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO PER RAGGIUNGERE IL TARGET PARI AL 100% DEL PIL

% Capitalizzazione totale



Fonte: proiezioni degli autori



PRINCIPALI RACCOMANDAZIONI DI POLICY

Lo sviluppo del mercato azionario italiano rappresenta una delle riforme strutturali più rilevanti per rafforzare la capacità di crescita del Paese, migliorare l'allocazione del risparmio privato e consolidare la competitività dell'Italia nel contesto europeo e globale.

L'obiettivo di policy va oltre il semplice aumento del numero di società quotate, si tratta di costruire un ecosistema di mercato profondo e inclusivo, nel quale famiglie, investitori istituzionali, intermediari finanziari e imprese possano contribuire congiuntamente alla creazione di valore di lungo periodo, in un contesto di trasparenza e presidi propri della Borsa.

L'espansione del mercato azionario italiano richiede un coordinamento organico tra riforme fiscali, regolamentari, istituzionali e culturali.

Negli ultimi anni in Italia è stato fatto uno sforzo importante sulle riforme regolamentari, dalla Legge Capitali del 2024, alla recente riforma del Testo Unico della Finanza, alle semplificazioni introdotte da Borsa Italiana e CONSOB, con l'obiettivo di semplificare l'accesso e la permanenza in Borsa, in particolare per le PMI, allineare gli standard alle migliori pratiche europee ed introdurre strumenti di flessibilità nella *corporate governance*. Inoltre, nel 2026 entra pienamente in vigore il *Listing Act* che introduce una riduzione significativa degli oneri amministrativi e normativi per le società quotate e di nuova quotazione.

Gli effetti di questa stagione di riforme regolamentari saranno misurabili nel medio periodo, ma rischiano di non esprimere appieno il loro potenziale in assenza di un cambiamento strutturale nel modo in cui imprese e investitori utilizzano la Borsa.

Si propone, pertanto, di intervenire sul rafforzamento della domanda domestica, sia *retail* che istituzionale, per canalizzare una quota più ampia di risorse finanziarie sull'economia reale rappresentata in Borsa ed in parallelo mettere le imprese nelle condizioni di intercettare tali flussi attraverso una fiscalità che in modo strutturale e stabile incoraggi l'accesso alla Borsa, in virtù dei benefici sistemici che la quotazione genera su crescita, trasparenza e benessere dei cittadini.

1

Canalizzare il risparmio degli italiani verso le società quotate

L'Italia dispone di una risorsa naturale preziosissima: un ampio stock di ricchezza privata che potrebbe fare da propulsore delle migliori energie imprenditoriali del Paese e, al contempo, generare benessere diffuso. Tale ricchezza rimane ancora fortemente concentrata in depositi bancari, *real estate* e strumenti a basso rischio, con una partecipazione limitata ai mercati azionari. Costruire un ponte tra risparmio ed economia reale attraverso i mercati azionari significa alimentare una crescita trasparente, inclusiva e condivisa, consentendo ai cittadini di partecipare direttamente alla crescita delle imprese italiane e del Paese nel suo complesso. Questo processo richiede strumenti di investimento semplici, trasparenti e fiscalmente efficienti, con l'obiettivo di modificare i comportamenti dei risparmiatori in modo strutturale e rendere questa risorsa naturale un vero fattore produttivo per il Paese. La raccomandazione della Commissione europea sui *Saving and Investment Accounts*, nel solco delle iniziative della *Savings and Investments Union*, offre uno spunto straordinario per pensare a soluzioni concrete e sistemiche che trasformino i risparmiatori italiani in investitori a vantaggio dell'economia reale domestica ed europea. Avvicinare gli investitori *retail* alle azioni domestiche ed europee è, oggi più che mai, una priorità.

2

Canalizzare le risorse degli investitori istituzionali verso le società quotate

Accanto alla componente *retail*, è essenziale rafforzare il ruolo degli investitori istituzionali domestici. Una maggiore allocazione ai mercati azionari domestici di fondi pensione, casse di previdenza, fondazioni e compagnie assicurative darebbe maggiore profondità e solidità all'azionariato delle società quotate e di nuova quotazione, garantendo la presenza di investitori con orizzonte di lungo periodo. La prevalenza del sistema pensionistico pubblico a ripartizione, vincoli regolamentari sulle allocazioni azionarie istituzionali, una scala relativamente ridotta dell'industria domestica del risparmio gestito rispetto ai principali concorrenti internazionali e la dimensione del mercato azionario domestico hanno limitato nel tempo il contributo dei grandi investitori. Occorre perseguire la strada di riforme strutturali volte a espandere la componente pensionistica a capitalizzazione, promuovere l'adesione automatica ai fondi pensione complementari e introdurre una fiscalità che favorisca investimenti di lungo periodo e una maggiore partecipazione al mercato azionario domestico ed europeo. Parallelamente, un allentamento graduale e attentamente gestito dei vincoli normativi alle allocazioni azionarie di fondi pensione e compagnie assicurative, accompagnato da adeguati requisiti di gestione del rischio, consentirebbe di indirizzare maggiori risorse istituzionali verso i mercati pubblici.

In attesa della maturazione di riforme di largo respiro sul comparto, occorre potenziare e replicare iniziative di partnership pubblico-privata, quali il Fondo Nazionale Strategico Indiretto promosso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e gestito da CDP, ponendosi l'ambizione di aumentare le risorse allocate dai grandi investitori istituzionali ed il numero di fondi dedicati all'investimento in società italiane quotate sui mercati italiani.

Nella cornice della *Savings and Investments Union* sarebbe auspicabile l'introduzione di iniziative pubblico-private di respiro europeo, promosse dalle istituzioni europee e dedicate ad aumentare le risorse allocate dai grandi investitori istituzionali e il numero di fondi dedicati agli investimenti nell'economia reale europea, rappresentata sui listini.

3

Incoraggiare le imprese italiane a quotarsi

Tuttavia, è necessario che l'ampliamento della base degli investitori proceda parallelamente allo sviluppo di una base societaria sufficientemente ampia, solida e dinamica, in grado di assorbire tali flussi di capitale e trasformarli in investimenti, innovazione, crescita e benessere diffuso. In assenza di un numero adeguato di società quotate, il rafforzamento della domanda rischia di non tradursi nello sviluppo economico desiderato. La questione centrale non è quindi soltanto aumentare l'offerta di capitale, ma mettere le imprese nelle condizioni di intercettare tali risorse, incoraggiandole ad utilizzare la Borsa. La cultura del debito in Italia è profonda e radicata. L'accesso alla Borsa richiede un cambiamento culturale importante, in particolare per le imprese familiari, e, nonostante gli sforzi di semplificazione introdotti dalle riforme regolamentari, genera costi significativi, sia in fase di accesso che di permanenza sul listino legati prevalentemente a *compliance* regolamentare, amministrativa e reportistica, necessari per assicurare la trasparenza e i presidi richiesti dagli investitori.

Si propone di introdurre un framework fiscale che in modo strutturale e stabile nel tempo incoraggi le migliori imprese italiane ad utilizzare la Borsa, una sorta di "premio alla trasparenza" che copra il costo sostenuto dalle imprese per quotarsi e per permanere in Borsa, in virtù dei benefici sistemici generati per il Paese. Il bonus IPO introdotto a partire dal 2018, e le misure "Quota Lombardia" e "Quota Liguria" introdotte a partire dal 2025 con l'obiettivo di coprire i costi di quotazione delle PMI, vanno in questa direzione e dovrebbero diventare misure strutturali, con iniziative regionali replicate su tutto il territorio nazionale.

Per raggiungere gli obiettivi delineati nella ricerca, occorre disegnare misure che abbiano impatto su tutte le aziende che accedono alla Borsa o quantomeno sulle PMI definite dalla Legge Capitali come società con una capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro o sulle PMI come definite per l'allocazione della quota prevalente del Fondo Nazionale Strategico Indiretto, ovvero le società non incluse nell'indice FTSE MIB.

Si potrebbe potenziare il credito di imposta oggi previsto dal bonus IPO per le PMI, ma anche premiare il rafforzamento patrimoniale, sia in occasione della prima quotazione in Borsa che di successivi aumenti di capitale, anche con l'obiettivo di utilizzare il mercato per favorire aggregazioni e creazioni di campioni nazionali sul listino.

La politica fiscale costituisce dunque una leva complementare e decisiva. L'attuale sistema tributario italiano tende ancora a favorire il finanziamento tramite debito, in particolare attraverso la deducibilità degli interessi passivi, mentre il capitale di rischio è soggetto a diversi livelli di tassazione, tra imposta societaria, tassazione dei dividendi e tassazione delle plusvalenze. Questa asimmetria incentiva artificialmente il ricorso alla leva finanziaria, aumenta la fragilità delle imprese e riduce la disponibilità di capitale azionario destinato a sostenere crescita e innovazione. L'introduzione di una fiscalità che strutturalmente incoraggi le imprese ad utilizzare la Borsa consentirebbe di ridurre la distorsione a favore del debito, avvicinando il trattamento fiscale del debito e del capitale proprio. Il costo fiscale iniziale di tali misure verrebbe in larga parte compensato, nel medio periodo, dall'aumento della crescita economica, della redditività aziendale e del gettito complessivo.

4

Rafforzamento dell'ecosistema di mercato

Un ulteriore ambito d'azione riguarda il rafforzamento dell'ecosistema di mercato. È necessario consolidare la rete di intermediari, competenze e servizi che consente ai mercati di funzionare efficacemente e a società e investitori di trovare un bacino di interlocutori ampio e articolato su tutta la filiera della consulenza.

Un ecosistema più profondo di *investment bank*, *broker*, *advisor*, analisti, *asset manager* e *market maker* migliora la visibilità delle imprese, la qualità del pricing, il coinvolgimento degli investitori e la liquidità del mercato secondario.

Una maggiore capacità di *advisory* aiuta le imprese potenzialmente quotabili ad avvicinarsi ai mercati pubblici con una preparazione adeguata, *equity story* credibili e strategie efficaci di *investor relations*. Allo stesso tempo, una migliore copertura da parte degli analisti riduce le asimmetrie informative, amplia la visibilità presso investitori istituzionali e *retail* e favorisce una più efficiente formazione dei prezzi.

Si propone di intervenire con iniziative pubblico-private a sostegno dei comparti più fragili dell'ecosistema, a partire dalla ricerca finanziaria sulle società quotate small e mid-cap, con l'obiettivo di aumentare e migliorare la qualità delle informazioni a disposizione di investitori istituzionali e *retail*.

5

Riforme regolamentari

Le riforme regolamentari rimangono una componente essenziale della strategia, ma è bene ricordare che l'intervento regolatorio può essere pienamente efficace solo quando esiste una base di mercato sufficientemente robusta.

Allo stato attuale i costi di quotazione e gli oneri di *compliance* e trasparenza incidono in modo sproporzionato sulle imprese di piccole e medie dimensioni, per le quali i costi fissi dell'accesso al mercato rappresentano un peso significativo rispetto al capitale raccolto. In tale contesto, è importante che l'Italia e l'Europa continuino a sostenere principi di efficienza, proporzionalità e armonizzazione, anche attraverso regimi di quotazione differenziati per dimensione e profilo di rischio degli emittenti. Requisiti informativi più snelli, standard di *governance* proporzionati e obblighi di *reporting* semplificati per le imprese di minori dimensioni sono volti ad aumentare l'attrattività della quotazione, preservando al contempo la tutela degli investitori e l'integrità del mercato. Ogni ulteriore intervento regolatorio andrebbe tuttavia valutato alla luce dell'impatto effettivo delle misure già in vigore.

6

Trasformazione culturale

La trasformazione culturale rappresenta la condizione trasversale che rende sostenibile l'ambizione delineata nella ricerca. È importante che il capitale azionario pubblico venga considerato sia uno strumento di finanziamento per la crescita delle imprese sia, soprattutto, una modalità di partecipazione economica e di accesso democratico alla creazione di valore.

La limitata cultura azionaria delle famiglie italiane, riflessa in portafogli ancora fortemente orientati verso depositi bancari, titoli di Stato e strumenti a basso rischio, limita sia la domanda di titoli quotati sia la legittimazione sociale dello sviluppo dei mercati dei capitali. Programmi di educazione finanziaria integrati nei percorsi scolastici e universitari, campagne informative sui benefici della diversificazione e sulla performance storica degli investimenti azionari di lungo periodo, nonché una maggiore accessibilità agli strumenti di investimento, possono contribuire a modificare gradualmente il comportamento dei risparmiatori.

Un analogo sforzo culturale è necessario nei confronti degli imprenditori. In Italia, la quotazione è spesso percepita come una minaccia al controllo familiare o all'autonomia strategica dell'impresa. Per superare tale pregiudizio, è importante promuovere casi di successo di imprese italiane quotate che abbiano mantenuto una forte continuità imprenditoriale e familiare. Strumenti come strutture azionarie a voto plurimo, incrementi gradualisti del flottante e permanenza attiva delle famiglie fondatrici dopo la quotazione possono contribuire a promuovere il mercato azionario come uno strumento di crescita, longevità e preservazione del patrimonio familiare di lungo periodo, più che come una perdita di controllo.

L'accesso alla Borsa darebbe a molte società e gruppi industriali italiani la possibilità di farsi promotori di aggregazioni sia a livello domestico che internazionale ed avere la scala, la managerializzazione, la cultura e l'ambizione necessarie per generare leader di settore con un forte radicamento in Italia, arginando la progressiva vendita del patrimonio industriale creato a partire dal dopoguerra.

CONCLUSIONE

L'obiettivo di portare il mercato azionario italiano verso 1000 società quotate e una capitalizzazione pari al 100% del PIL rappresenta una trasformazione strutturale di grande rilievo. Le stime associate a questo scenario, un aumento della crescita del PIL dello 0,95%, una crescita del gettito fiscale del 2,09% e una riduzione della disoccupazione dell'1,93%, indicano l'elevato costo opportunità del mantenimento dello *status quo*. Tali benefici non si esauriscono in un effetto immediato, ma si accumulano nel tempo, producendo miglioramenti significativi in termini di dinamismo economico, sostenibilità fiscale, innovazione, competitività e standard di vita.

Lo sviluppo dei mercati azionari è una scelta strategica di politica economica. Un mercato dei capitali più ampio, liquido e inclusivo rafforza il legame tra risparmio nazionale e crescita delle imprese, migliora la capacità dell'Italia di finanziare innovazione e transizione industriale e offre ai cittadini una partecipazione più diretta alla creazione di valore delle imprese. Per conseguire tale risultato, sarà fondamentale monitorare nel tempo indicatori quali il numero di nuove quotazioni, la capitalizzazione di mercato, la liquidità degli scambi, le allocazioni azionarie degli investitori istituzionali e la partecipazione dei risparmiatori.

Solo attraverso un approccio coordinato, graduale e iterativo sarà possibile trasformare il mercato azionario italiano in una piattaforma stabile di crescita, investimento e competitività di lungo periodo del Paese.

CAPITOLO 1

PANORAMA DEL MERCATO AZIONARIO

ABSTRACT

Questo studio fornisce un'analisi empirica completa della struttura del mercato azionario italiano, esaminando la rappresentazione dell'economia nazionale nel mercato azionario e confrontando le caratteristiche di performance delle società quotate rispetto alle società non quotate. Utilizzando dati relativi a 411 società italiane quotate e a oltre 300.000 società non quotate in quattro mercati europei (Italia, Francia, Regno Unito, Svezia), documentiamo che il mercato azionario italiano rimane significativamente sottorappresentato rispetto alla dimensione della sua economia, con un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari a circa il 47%, a fronte del 107% in Francia, del 130% nel Regno Unito e del 185% in Svezia. L'analisi evidenzia differenze sistematiche tra società quotate e non quotate rispetto a molteplici dimensioni: le società quotate mostrano una maggiore crescita dei ricavi, una più elevata capacità di generare occupazione, una produttività del patrimonio attivo superiore, un ricorso più esteso alla leva finanziaria e una maggiore propensione all'attività di M&A.

1. INTRODUZIONE E CONTESTO DELLA RICERCA

1.1 IL MERCATO AZIONARIO ITALIANO NELLA PROSPETTIVA EUROPEA

Il mercato azionario italiano occupa una posizione distintiva nel panorama finanziario europeo, caratterizzata da un numero relativamente contenuto di società quotate nonostante lo *status* dell'Italia quale terza economia dell'eurozona. Nel 2025, l'Italia conta circa 411 società quotate con una capitalizzazione di mercato complessiva di circa 1.075 miliardi di euro, pari al 47% del PIL nazionale. Questo dato è in netto contrasto con mercati europei comparabili: la Francia con 739 società quotate e una capitalizzazione di mercato superiore al 107% del PIL, il Regno Unito con 1.482 società quotate pari al 130% del PIL e la Svezia con 759 società quotate e un rapporto pari al 185% del PIL.

TABELLA 3: PANORAMICA DEL MERCATO AZIONARIO PER PAESE

Paese	N. società quotate	Cap. mercato	Capitalizzazione di mercato media (mln €)
Italia	411	~1.075	~47%
Francia	739²	~3.200	~107%
Regno Unito	1.482	4.500-5.000	~130%
Svezia	759²	~1.300	~185%

Fonte: Orbis Database, World Bank, Consob, Refinitiv, Euronext | (2) Escl. Warrants e BSA (Bons de Souscription d'Actions); dati riferiti alle società quotate su Euronext, Euronext Growth, Nasdaq main market, Nasdaq first north, LSE Main market, LSE AIM

Questa sottorappresentazione solleva interrogativi fondamentali sull'efficienza dell'allocazione del capitale, sull'accessibilità del finanziamento azionario per le imprese italiane e sulle implicazioni più ampie per la crescita economica e la competitività. La capitalizzazione di mercato media per società quotata in Italia (circa 2,7 miliardi di euro) supera quella della Svezia (circa 1,5 miliardi di euro) ma è inferiore a quella della Francia (circa 4,3 miliardi di euro) e del Regno Unito (circa 3,1 miliardi di euro), suggerendo che una quota significativa di imprese di medie dimensioni rimane nell'ambito privato.

1.2 OBIETTIVI DELLA RICERCA

Questo studio affronta tre quesiti di ricerca tra loro interrelati:

1 In che misura l'economia italiana è rappresentata in Borsa?

Esaminiamo la composizione settoriale delle società quotate, il loro contributo alla produzione nazionale, all'occupazione e al valore aggiunto, nonché il grado di allineamento tra la struttura del mercato azionario e la struttura dell'economia reale.

2 Quali segmenti dell'economia italiana sono maggiormente e meno rappresentati nei mercati pubblici?

Forniamo un'analisi dettagliata a livello settoriale per identificare i settori con maggiore o minore propensione alla quotazione ed esplorare i fattori strutturali che spiegano tali dinamiche.

3 Quali sono le differenze sistematiche tra società quotate e non quotate?

Conduciamo confronti completi delle performance rispetto a molteplici dimensioni, tra cui crescita, redditività, produttività, incidenza degli investimenti e struttura finanziaria, utilizzando campioni abbinati di Italia, Francia, Regno Unito e Svezia.

1.3 CONTRIBUTO E RILEVANZA IN TERMINI DI POLICY

Questa ricerca contribuisce alla letteratura sullo sviluppo dei mercati azionari e sulla finanza aziendale in diversi modi. In primo luogo, offre la più completa caratterizzazione empirica ad oggi dell'universo delle società italiane quotate, documentando andamenti sistematici nella distribuzione dimensionale, nella composizione settoriale e nella concentrazione geografica. In secondo luogo, estende l'analisi comparativa tra imprese quotate e imprese private oltre il tradizionale focus su redditività e crescita, includendo produttività, comportamento di investimento e struttura del capitale in quattro principali mercati europei. In terzo luogo, fornisce una base empirica per valutare iniziative di policy volte ad ampliare la partecipazione al mercato azionario, come l'ipotesi di aumentare la base di società quotate in Italia fino a 1000 imprese.

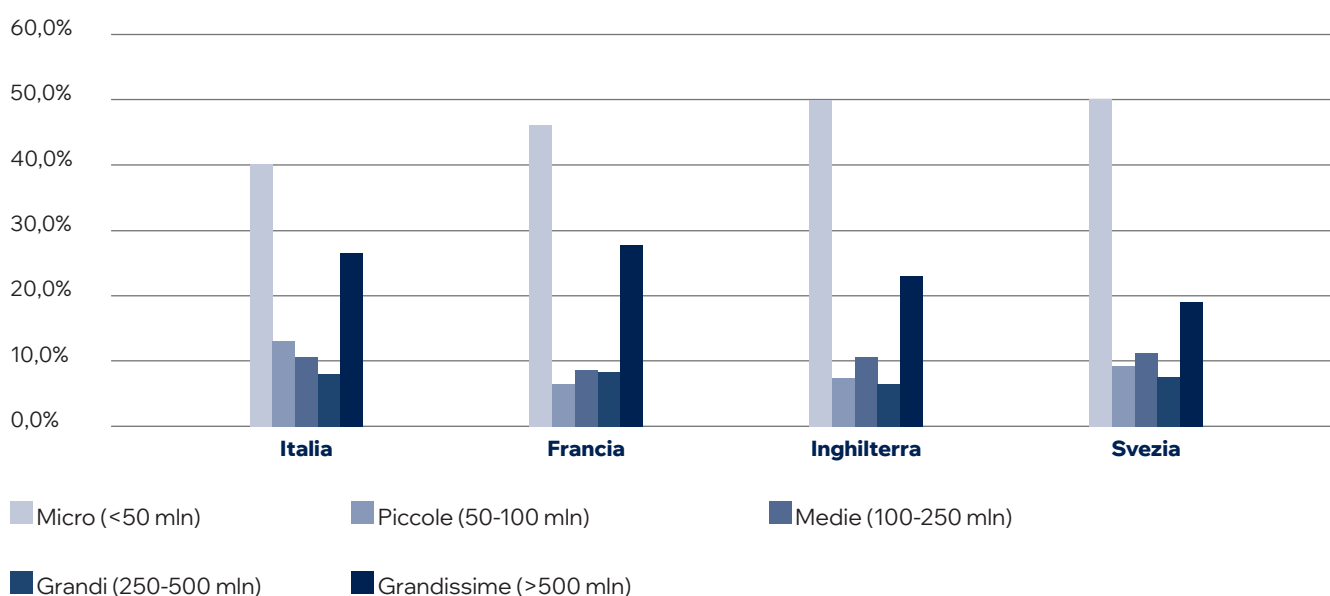
Dal punto di vista politico, comprendere le caratteristiche che differenziano le società quotate dalle società non quotate è essenziale per progettare incentivi efficaci alle offerte pubbliche iniziali (IPO), ridurre le barriere regolamentari alla quotazione e promuovere una cultura dell'*equity* tra imprenditori e investitori italiani. I confronti tra Paesi chiariscono se la struttura del mercato italiano rifletta fattori istituzionali idiosincratici o andamenti europei più ampi.

2. RAPPRESENTAZIONE DELL'ECONOMIA ITALIANA NEL MERCATO AZIONARIO

2.1 STRUTTURA DEL MERCATO AZIONARIO E DISTRIBUZIONE DIMENSIONALE

Il mercato azionario italiano comprende 411 società quotate, distribuite tra Euronext Milan (mercato principale) ed Euronext Growth Milan. La distribuzione dimensionale di queste società evidenzia una struttura polarizzata, caratteristica più in generale dei mercati europei.

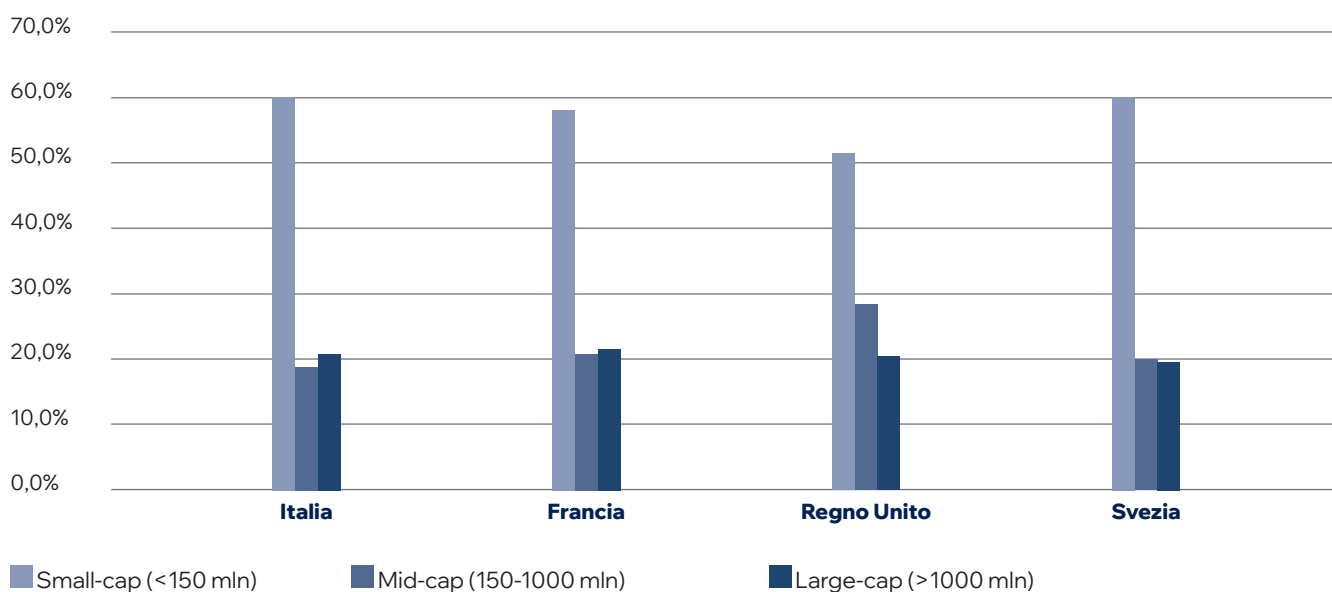
FIGURA 5: DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE PER CLASSE DI FATTURATO, 2024 (%)



Fonte: Orbis Database

La distribuzione presenta un tipico andamento bimodale: circa il 40% delle società quotate italiane rientra nella categoria micro (ricavi inferiori a 50 milioni di euro), mentre circa il 30% sono grandissime imprese con ricavi superiori a 500 milioni di euro. Questo andamento è coerente in tutti e quattro i mercati esaminati, con le micro-imprese che rappresentano circa il 50% delle quotazioni e le grandissime imprese che incidono per il 20%-30% del totale, suggerendo possibili barriere alla quotazione per le imprese di medie dimensioni.

FIGURA 6: DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE PER CLASSE DI CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (%)



Fonte: Orbis Database, Dati finanziari Refinitiv

La distribuzione delle società quotate per classe di capitalizzazione di mercato mostra invece una sola polarizzazione: circa il 60% delle società quotate italiane rientra nella categoria small-cap (capitalizzazione di mercato inferiore a 150 milioni di euro), in linea con mercati europei comparabili, dove le società small-cap rappresentano il 50%-60% delle quotazioni in Francia, Regno Unito e Svezia.

La concentrazione relativamente elevata di società small-cap tra le imprese quotate suggerisce una maggiore propensione, e possibilmente incentivi più forti, per le società di dimensioni minori ad accedere ai mercati pubblici. Al contrario, la relativa scarsità di società quotate mid-cap indica la presenza di barriere o disincentivi che impediscono alle imprese con una capitalizzazione di mercato compresa tra 150 e 1.000 milioni di euro di accedere ai mercati pubblici. In particolare, i costi di quotazione e i continui obblighi di *compliance* possono gravare in modo sproporzionato sulle imprese di medie dimensioni, per le quali i costi fissi associati all'accesso e alla permanenza in Borsa possono essere rilevanti rispetto all'ammontare del capitale raccolto.

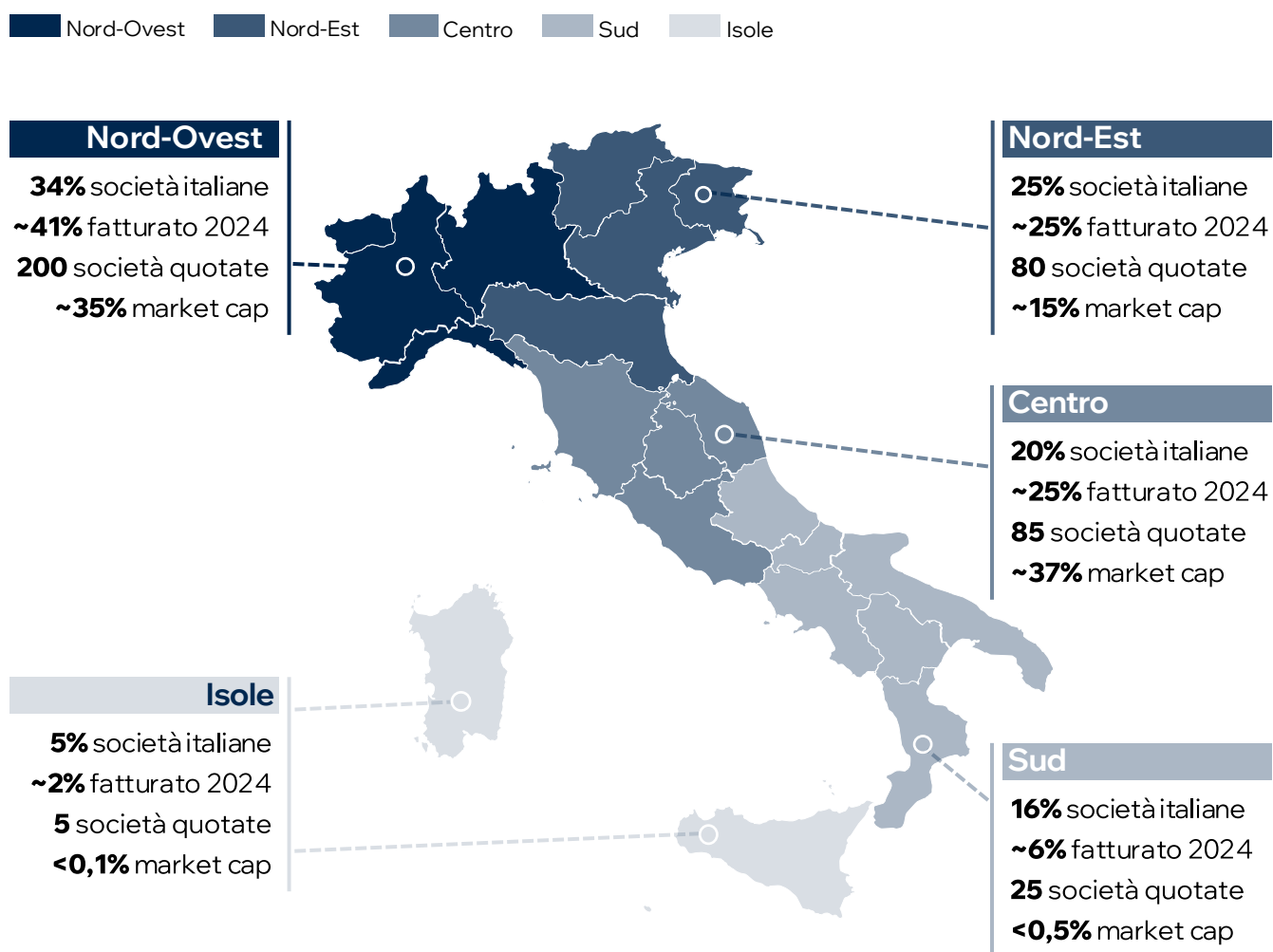
Nel complesso, i dati indicano un “*missing middle*” tra le imprese quotate: sebbene le piccole imprese sembrano relativamente più disposte o in grado di accedere ai mercati pubblici, le imprese di medie dimensioni paiono affrontare ostacoli maggiori nel processo di crescita e consolidamento. Il fatto che questa polarizzazione sia più marcata in termini di fatturato che in termini di capitalizzazione di mercato evidenzia come le valutazioni di Borsa attenuino in parte questo divario strutturale, creando una disconnessione tra la dimensione operativa delle imprese e la loro valutazione finanziaria. Questo fenomeno del “*missing middle*” ha importanti implicazioni per l'efficienza dell'allocazione del capitale e per le traiettorie di crescita imprenditoriale.

2.2 DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELL'ECONOMIA ITALIANA

Il tessuto imprenditoriale italiano è fortemente polarizzato verso le regioni settentrionali, che rappresentano circa il 60% di tutte le imprese e circa il 65% dei ricavi totali. Questa concentrazione si attenua gradualmente procedendo verso sud: l'Italia centrale rappresenta circa il 20% delle imprese e il 25% dei ricavi totali, mentre Sud e Isole rappresentano circa il 20% delle imprese ma solo l'8% dei ricavi totali.

La distribuzione geografica delle società quotate è sostanzialmente rappresentativa di questo andamento complessivo. Delle 411 società quotate, 395 sono domestiche e circa il 70% di queste ha sede nel Nord Italia, a indicare un ecosistema particolarmente solido per l'accesso ai mercati dei capitali. Circa il 22% si trova nell'Italia centrale, mentre solo circa l'8% ha sede nel Sud e nelle Isole.

FIGURA 7: DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE ITALIANE PER REGIONE



Fonte: Orbis Database, Dati finanziari Refinitiv | Note: i dati sulle imprese italiane si riferiscono alle società con sede legale in Italia e ricavi superiori a 2 milioni di euro; classificazione regionale basata su ISTAT



2.3 RAPPRESENTAZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE NELL'ECONOMIA NAZIONALE

Il mercato azionario italiano comprende 411 società quotate, di cui 398 attivamente negoziate, che rappresentano solo lo 0,01% del totale delle imprese nazionali (4.547.058 imprese). Questa proporzione è sostanzialmente coerente con quella osservata in altri mercati europei, con le società quotate che rappresentano tra lo 0,01% e lo 0,09% del totale delle imprese in Francia, Regno Unito e Svezia (Tabella 4).

Tuttavia, il mercato azionario italiano appare nettamente meno rappresentativo dell'economia reale rispetto alle principali economie europee comparabili. Le società quotate rappresentano solo il 19% dei ricavi aggregati (4.175 miliardi di euro per l'economia nel suo complesso), il 10% dell'occupazione totale (su 14.335 migliaia di dipendenti complessivi) e il 16% del valore aggiunto totale. Ciò è in netto contrasto con i dati relativi a economie comparabili: in Francia, le imprese quotate rappresentano il 39% dei ricavi, il 44% dell'occupazione e il 76% dell'EBITDA; nel Regno Unito, rappresentano il 57% dei ricavi e il 27% dell'occupazione; mentre in Svezia rappresentano il 51% dei ricavi, il 55% dell'occupazione e il 70% dell'EBITDA.

Questi dati suggeriscono che il mercato azionario italiano rimane relativamente limitato nella sua capacità di riflettere il peso economico del sistema produttivo nazionale. Più in generale, questi dati suggeriscono che il mercato azionario italiano svolge una funzione di intermediazione relativamente più debole, limitando la sua capacità di canalizzare capitali verso il settore *corporate*.

TABELLA 4: RAPPRESENTAZIONE DELL'ECONOMIA NAZIONALE
NEL MERCATO AZIONARIO, 2024 (%)

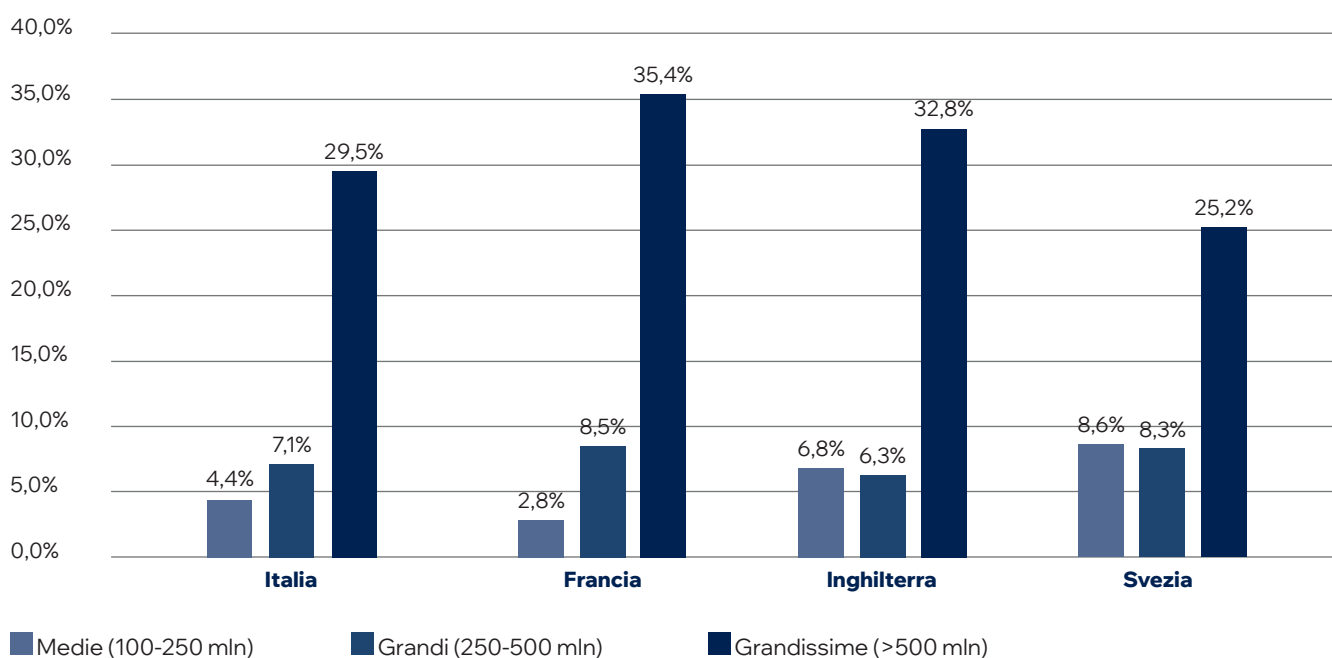
Paese	% Società quotate	% Ricavi	% Dipendenti	% EBITDA
Italia	~0,01%	~19%	~10%	~16%
Francia	~0,01%	~39%	~44%	~76%
Regno Unito	~0,03%	~57%	~27%	-
Svezia	~0,09%	~51%	~55%	~70%

Fonte: Orbis Database, Eurostat, Government UK

Inoltre, considerando la rappresentazione dell'economia nazionale nel mercato azionario per classe di fatturato (Figura 8), i dati suggeriscono che i mercati azionari italiani rimangono relativamente meno efficaci rispetto ad altri principali mercati europei nel rappresentare le imprese che hanno già raggiunto una scala significativa. In tutta Europa, le imprese di maggiori dimensioni sono generalmente più rappresentate nei mercati quotati rispetto a quelle più piccole, a riflesso della loro maggiore capacità di soddisfare i requisiti di quotazione, attrarre investitori istituzionali e sostenere i costi associati allo status di società quotata.

Nel segmento delle imprese di medie dimensioni (tra 100 e 250 milioni di euro di ricavi) l'Italia registra un delta di copertura di mercato pari a +4,4%. Questo dato è inferiore a quello del Regno Unito (+6,8%) e della Svezia (+8,6%), indicando che il mercato italiano presenta una base quotata più sottile di società di medie dimensioni rispetto a diversi peer europei. Un andamento simile emerge nel segmento delle grandi imprese (tra 250 e 500 milioni di euro di ricavi): l'Italia registra un +7,1%, al di sotto della Francia (+8,5%) e della Svezia (+8,3%). È importante sottolineare che questa debolezza non scompare nella fascia alta della distribuzione dimensionale. Sebbene le grandissime imprese (ricavi superiori a 500 milioni di euro) risultino positivamente rappresentate in tutti i mercati analizzati, il delta di copertura dell'Italia, pari a +29,5%, rimane inferiore a quello della Francia (+35,4%) e del Regno Unito (+32,8%). Ciò suggerisce che, anche tra le imprese che, per dimensioni e caratteristiche, dovrebbero avere una maggiore probabilità di accesso ai mercati pubblici, l'Italia rimane ancora indietro rispetto ad alcuni dei maggiori mercati europei. In altre parole, il mercato azionario italiano non solo perde una parte del bacino potenziale di medie e grandi imprese, ma appare anche meno in grado di cogliere appieno il potenziale della base *corporate* nazionale di grandissime imprese. La sottorappresentazione delle imprese di medie dimensioni e di quelle più grandi è particolarmente significativa, poiché queste aziende sono in genere nella posizione migliore per accrescere capitalizzazione di mercato, liquidità, copertura degli analisti, interesse degli investitori internazionali e visibilità complessiva del mercato. La loro presenza limitata riduce la misura in cui il mercato azionario italiano riflette la capacità produttiva e il potenziale economico del Paese. Colmare questo gap dovrebbe pertanto essere una priorità per le politiche pubbliche e le iniziative di mercato, con l'obiettivo di rafforzare il bacino di imprese di maggiori dimensioni che accedono ai mercati azionari pubblici e di accrescere il ruolo del mercato azionario nel sostegno alla crescita di lungo periodo.

FIGURA 8: DELTA DI COPERTURA DEL MERCATO PER CLASSE DI FATTURATO, 2024



Fonte: Orbis Database

Nota: Delta di copertura del mercato = (% incidenza delle società totali) / (% incidenza delle società quotate). Incidenza delle società totali = (N. società nella classe di fatturato) / (N. totale di società), Incidenza delle società quotate = (N. società quotate nella classe di fatturato) / (N. totale di società quotate)

2.4 CONTRIBUTO DELLE SOCIETÀ QUOTATE ALL'OCCUPAZIONE

Le società quotate svolgono un ruolo sproporzionato nell'occupazione in Italia rispetto al loro numero. I dati mostrano che le 411 società quotate impiegano complessivamente circa 1,4 milioni di lavoratori, rappresentando approssimativamente il 10% dell'occupazione totale in Italia.

TABELLA 5: CONCENTRAZIONE DELL'OCCUPAZIONE NELLE SOCIETÀ QUOTATE

Indicatore	Valore
Occupazione totale nelle società quotate	1.392.726
Occupazione totale nel settore privato (Italia)	12.942.104
Società quotate in % dell'occupazione totale	~10%
Numero medio di dipendenti per società quotata	3.389
Concentrazione dell'occupazione (prime 10 società)	~50%

Fonte: Orbis Database, ISTAT, calcoli degli autori

La società quotata risulta impiegare in media 3.389 lavoratori, ma questo dato è fortemente influenzato dai grandi gruppi industriali. L'occupazione è infatti altamente concentrata: i dieci maggiori datori di lavoro tra le società quotate rappresentano circa il 50% della forza lavoro complessiva delle società quotate, a conferma del ruolo dominante dei principali gruppi industriali e dei servizi nell'economia italiana.

Le dinamiche occupazionali settoriali rivelano che le società manifatturiere rappresentano circa il 50% dell'occupazione nelle società quotate, pur costituendo solo il 34,5% delle società quotate, a riflesso della natura ad alta intensità di lavoro della manifattura italiana. Le società di servizi finanziari, che rappresentano il 13,3% delle società quotate, impiegano il 21% dei lavoratori delle società quotate, coerentemente con i loro più elevati rapporti capitale/lavoro.

2.5 CONCENTRAZIONE DEI RICAVI E POTERE DI MERCATO

La distribuzione dei ricavi tra le società italiane quotate evidenzia una concentrazione ancora maggiore rispetto all'occupazione. I ricavi totali delle società quotate ammontano a circa 812 miliardi di euro all'anno, pari a circa il 36% del PIL italiano (al 2025).

TABELLA 6: CONCENTRAZIONE DEI RICAVI NELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE

Indicatore	Valore
Ricavi annui totali (società quotate)	812 mld €
PIL italiano	2.258 mld €
Ricavi delle società quotate in % del PIL	~36%
Ricavi medi per società quotata	1,98 mld €
Concentrazione dei ricavi (prime 10 società)	62,0%
Concentrazione dei ricavi (prime 50 società)	89,5%

Fonte: Orbis Database, World Bank, calcoli degli autori

Le prime 10 società quotate per ricavi rappresentano circa il 62% dei ricavi complessivi delle società quotate e le prime 50 società circa il 90%. Questa concentrazione è leggermente superiore rispetto a mercati comparabili: in Francia, le prime 50 società rappresentano circa l'83% dei ricavi delle società quotate, nel Regno Unito circa il 76% e in Svezia circa il 79%. La maggiore incidenza in Italia riflette la presenza di gruppi industriali di dimensioni molto grandi (ad es. Energy, Automotive, Utilities)

3. ANALISI SETTORIALE: SOVRA- E SOTTO-RAPPRESENTAZIONE

3.1 METODOLOGIA

Per identificare quali settori risultano maggiormente e meno rappresentati nei mercati pubblici italiani, calcoliamo i rapporti di rappresentazione per ciascuno degli undici principali gruppi industriali. Il rapporto di rappresentazione è definito come:

Rapporto di rappresentazione = (% della capitalizzazione di mercato delle società quotate nel settore) / (% di contributo del settore al PIL)

Un rapporto superiore a 1,0 indica che il settore è sovrarappresentato nei mercati pubblici rispetto al suo peso economico; un rapporto inferiore a 1,0 indica una sottorappresentazione.

3.2 COMPOSIZIONE SETTORIALE E RAPPRESENTAZIONE ECONOMICA

La composizione settoriale del mercato azionario italiano evidenzia marcate dinamiche di sovra- e sotto-rappresentazione, confrontando la distribuzione delle società quotate con i rispettivi contributi alla produzione economica nazionale. L'analisi dimostra che alcuni settori mantengono una presenza significativamente maggiore nei mercati pubblici rispetto al loro peso economico, mentre altri restano fortemente sottorappresentati nonostante contributi rilevanti al prodotto interno lordo.

TABELLA 7: DISTRIBUZIONE SETTORIALE DELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE

Settore	Capitalizzazione di mercato (mld €)	% della capitalizzazione di mercato total	Contributo del settore al PIL (%)	Rapporto di rappresentazione
Consumer Discretionary	153	14,23%	7,40%	1,92
Industrials	120	11,16%	15,80%	0,71
Financials	463	43,14%	4,20%	10,27
Technology	38	3,53%	3,10%	1,14
Utilities	146	13,57%	2,10%	6,46
Healthcare	22	2,01%	6,90%	0,29
Energy	94	8,75%	2,80%	3,12
Consumer Staples	11	1,01%	7,40%	0,14
Real Estate	2	0,19%	8,60%	0,02
Basic Materials	5	0,47%	2,00%	0,24
Telecommunication	21	1,94%	1,90%	1,02
Totale	~1.075	100,00%	62,20%¹	-

Fonte: Orbis Database, ISTAT, Borsa Italiana, calcoli degli autori

Nota: Rapporto di rappresentazione = (% della capitalizzazione di mercato delle società quotate) / (% di contributo al PIL). I valori > 1 indicano sovrarappresentazione; i valori < 1 indicano sottorappresentazione; (1) contributo al PIL totale al netto dei settori economici non coperti da società quotate (ad es. pubblica amministrazione, istruzione, ecc.)

Tra i settori sovrarappresentati, **Financials** evidenzia il più elevato rapporto di rappresentazione, pari a **10,27**, con una capitalizzazione di mercato di **463 miliardi di euro**, pari al **43,14%** della capitalizzazione di mercato totale, mentre il settore contribuisce solo per il **4,20%** al PIL. Questa concentrazione riflette la natura ad alta intensità di capitale degli intermediari finanziari e i requisiti regolamentari che favoriscono o impongono l'accesso ai mercati pubblici per banche e compagnie di assicurazione. Gli elevati requisiti patrimoniali rendono i mercati azionari pubblici una fonte di finanziamento attraente, mentre la domanda degli investitori di esposizione al settore finanziario in portafogli diversificati garantisce una pronta accoglienza di mercato per le offerte degli intermediari finanziari. La storica privatizzazione di banche e compagnie di assicurazione a controllo pubblico ha ulteriormente contribuito alla rilevanza del settore nei mercati pubblici, mentre i requisiti di trasparenza e informativa riducono il costo incrementale della quotazione per intermediari già fortemente regolamentati.

Il settore **Utilities** registra la seconda maggiore sovrarappresentazione con un rapporto pari a **6,46** e una capitalizzazione di mercato di **146 miliardi di euro**, pari al **13,57%** della capitalizzazione di mercato totale, pur contribuendo solo per il **2,10%** al PIL. Questo andamento riflette gli ingenti fabbisogni di capitale per gli investimenti infrastrutturali nella generazione, trasmissione e distribuzione di energia, nonché nei sistemi idrici, insieme a flussi di cassa stabili e prevedibili che attraggono gli investitori orientati al reddito. I programmi storici di privatizzazione che hanno portato sui mercati pubblici le Utilities a controllo pubblico hanno aumentato in misura sostanziale la rappresentazione del settore, mentre i quadri regolamentari che spesso presuppongono o incoraggiano la proprietà diffusa per finalità di trasparenza rafforzano ulteriormente la presenza del settore nei mercati pubblici.

Il settore **Energy** mostra una marcata sovrarappresentazione, con un rapporto pari a **3,12**, con una capitalizzazione di mercato di **94 miliardi di euro** che rappresenta l'**8,75%** della capitalizzazione di mercato totale in un settore che contribuisce per il **2,80%** al PIL. I fabbisogni di capitale per l'esplorazione, la produzione e la distribuzione di energia rendono i mercati pubblici fonti di finanziamento attraenti, sebbene la rappresentazione del settore resti limitata dall'elevata concentrazione e dalla dominanza di poche grandi società energetiche integrate. La proprietà o il controllo pubblico dei principali asset energetici limita ulteriormente il numero di potenziali quotazioni, mentre considerazioni regolamentari e strategiche favoriscono strutture proprietarie concentrate in alcuni sottosettori dell'energia.

Le società dei **Consumer Discretionary** evidenziano una significativa sovrarappresentazione con un rapporto pari a **1,92** e una capitalizzazione di mercato di **153 miliardi di euro**, pari al **14,23%** della capitalizzazione di mercato totale, contribuendo per il **7,40%** al PIL. Questo andamento riflette la natura fortemente legata al marchio delle imprese nel settore Consumer Discretionary, per le quali la quotazione offre sia capitale per l'espansione sia una maggiore visibilità del marchio, che rafforzano il posizionamento sul mercato. La sensibilità del settore ai cicli economici e al sentiment dei consumatori genera volatilità che i mercati azionari possono apprezzare efficientemente, rendendo la quotazione attraente per le imprese che intendono segnalare qualità e stabilità tanto ai consumatori quanto ai partner commerciali.

Il settore **Technology** mostra una moderata sovrarappresentazione, con un rapporto pari a **1,14** e una capitalizzazione di mercato di **38 miliardi di euro**, che rappresenta il **3,53%** della capitalizzazione di mercato totale, mentre il settore contribuisce per il **3,10%** al PIL. Ciò riflette l'elevato potenziale di crescita e la forte propensione degli investitori verso i titoli tecnologici, insieme alla scalabilità delle imprese di software e di piattaforma, che rendono particolarmente attraente il finanziamento tramite mercati pubblici. Gli ecosistemi di *venture capital e private equity* che si sono sviluppati attorno alle società tecnologiche indirizzano ulteriormente le imprese più promettenti verso la quotazione, mentre l'orientamento internazionale di molte società tecnologiche italiane le spinge a cercare accesso a bacini di capitale globali attraverso la partecipazione ai mercati pubblici.

Il settore **Telecommunication** evidenzia solo una leggera sovrarappresentazione con un rapporto pari a **1,02** e una capitalizzazione di mercato di **21 miliardi di euro**, pari all'**1,94%** della capitalizzazione di mercato totale, contribuendo per l'**1,90%** al PIL. L'intensità di capitale delle infrastrutture di telecomunicazione e i quadri regolamentari che disciplinano il settore creano condizioni favorevoli alla quotazione, sebbene i trend di consolidamento abbiano limitato il numero assoluto di entità quotate.

Tra i settori sottorappresentati, **Industrials** evidenzia la sottorappresentazione più contenuta, con un rapporto pari a **0,71** e una capitalizzazione di mercato di **120 miliardi di euro**, che rappresenta l'**11,16%** della capitalizzazione di mercato totale, pur contribuendo per il **15,80%** al PIL. Questa sottorappresentazione è rilevante, considerata la solida tradizione industriale italiana e l'intensità di capitale del settore, che normalmente renderebbe i mercati pubblici attraenti per finanziare espansione, ammodernamento e crescita internazionale. Tuttavia, il gap può riflettere la prevalenza di imprese industriali a controllo familiare, l'importanza delle piccole e medie imprese nella base industriale italiana, nonché la disponibilità di canali di finanziamento alternativi che riducono la necessità di quotarsi.

Il settore **Healthcare** evidenzia una sostanziale sottorappresentazione con un rapporto pari a **0,29** e una capitalizzazione di mercato di **22 miliardi di euro**, pari al **2,01%** della capitalizzazione di mercato totale, contribuendo per il **6,90%** al PIL. Questa sottorappresentazione può riflettere la prevalenza di fornitori di servizi sanitari su piccola scala e la frammentazione del settore in numerosi sottosegmenti specializzati. Al contempo, la crescente importanza della tecnologia medica, della biotecnologia e delle imprese farmaceutiche suggerisce un potenziale di maggiore rappresentazione in futuro.

Il settore **Basic Materials** mostra una sostanziale sottorappresentazione con un rapporto pari a **0,24** e una capitalizzazione di mercato di soli **5 miliardi di euro**, pari allo **0,47%** della capitalizzazione di mercato totale, contribuendo per il **2,00%** al PIL. Sebbene l'intensità di capitale della produzione, lavorazione e distribuzione di materiali possa rendere attraente l'accesso ai mercati pubblici per finanziare l'espansione della capacità e l'aggiornamento tecnologico, i dati attuali suggeriscono che il settore resti relativamente assente dai mercati pubblici. Ciò può riflettere la concentrazione tra un numero limitato di operatori, assetti proprietari privati o la tendenza delle imprese dei materiali a fare affidamento su investitori strategici e sul finanziamento bancario piuttosto che sulla quotazione sui mercati azionari.

Il settore **Consumer Staples** evidenzia una forte sottorappresentazione con un rapporto pari a **0,14** e una capitalizzazione di mercato di **11 miliardi di euro**, pari all'**1,01%** della capitalizzazione di mercato totale, contribuendo per il **7,40%** al PIL. Le caratteristiche del settore, tra cui domanda stabile, mercati maturi e assetti proprietari spesso a controllo familiare, possono scoraggiare la quotazione, mentre il *private equity* e gli acquirenti strategici offrono percorsi di disinvestimento alternativi per i proprietari delle imprese che riducono il flusso di nuove quotazioni.

Il settore **Real Estate** mostra la sottorappresentazione più marcata con un rapporto pari a **0,02** e una capitalizzazione di mercato di soli **2 miliardi di euro**, pari allo **0,19%** della capitalizzazione di mercato totale, contribuendo per l'**8,60%** al PIL. Questo ampio gap riflette la prevalenza di veicoli di investimento immobiliare privati e di holding familiari, insieme alla complessità e soggettività intrinseche nella valutazione degli asset immobiliari. Le considerazioni fiscali che favoriscono assetti proprietari privati e l'illiquidità degli asset sottostanti creano criticità per la negoziazione sui mercati pubblici, scoraggiando le società di real estate dal perseguire la quotazione. Il limitato sviluppo dei *Real Estate Investment Trusts* (REIT) in Italia rispetto ad altri mercati europei limita ulteriormente la rappresentazione del settore sui mercati pubblici.



3.3 SETTORI SOVRARAPPRESENTATI

FINANCIALS (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 10,27)

Il settore finanziario evidenzia una marcata sovrarappresentazione con un rapporto pari a 10,27 e una capitalizzazione di mercato di 463 miliardi di euro (pari al 43,14% delle quotazioni totali), in un settore che rappresenta il 4,2% del PIL. Questa concentrazione riflette sia le caratteristiche strutturali delle istituzioni finanziarie sia l'ambiente regolamentare entro cui esse operano.

Molteplici fattori determinano la marcata rappresentazione del settore finanziario nei mercati pubblici. I requisiti regolamentari favoriscono o impongono la quotazione per alcune categorie di istituzioni finanziarie, in particolare per le banche al di sopra di specifiche soglie dimensionali, creando una spinta regolamentare verso la partecipazione ai mercati pubblici che altri settori non sperimentano. Gli elevati requisiti patrimoniali insiti nell'intermediazione finanziaria rendono i mercati azionari pubblici una fonte di finanziamento attraente e spesso necessaria, poiché il capitale permanente che l'*equity* fornisce sostiene la leva finanziaria e l'assunzione di rischio che i modelli di business finanziari richiedono. La domanda degli investitori di esposizione al settore finanziario in portafogli diversificati garantisce una pronta accoglienza di mercato per le offerte delle istituzioni finanziarie, mentre i requisiti di trasparenza e informativa che la quotazione impone si allineano naturalmente agli obblighi di segnalazione regolamentare che le istituzioni finanziarie già affrontano, riducendo gli oneri di compliance incrementali rispetto ad altri settori.

I programmi storici di privatizzazione che hanno portato sui mercati pubblici banche e compagnie assicurative di proprietà statale hanno incrementato in misura significativa la rappresentazione del settore durante gli anni '90 e i primi anni 2000, creando una coorte di grandi titoli finanziari liquidi quotati che fungono da ancoraggio per il mercato azionario italiano. La categoria dei servizi finanziari comprende sotto settori eterogenei, tra cui banche commerciali, compagnie assicurative, società di gestione del risparmio, banche d'investimento e *broker-dealer*, e servizi finanziari specializzati, ciascuno dei quali beneficia dell'accesso ai mercati pubblici per ragioni diverse, che vanno dalla raccolta di capitale alla possibilità di disporre di azioni utilizzate come mezzo di pagamento nelle acquisizioni, fino a consentire la partecipazione dei dipendenti al capitale tramite remunerazione basata su azioni.

UTILITIES (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 6,46)

Il settore Utilities mostra una marcata sovrarappresentazione con un rapporto pari a 6,46 e una capitalizzazione di mercato di 146 miliardi di euro, pari al 13,57% delle quotazioni totali, in un settore che contribuisce per il 2,1% al PIL. Questo andamento riflette le caratteristiche fondamentali dei modelli di business delle Utilities e l'evoluzione storica del settore.

La marcata sovrarappresentazione deriva da diversi fattori che si rafforzano a vicenda. Gli elevati fabbisogni di capitale per investimenti infrastrutturali nella generazione, trasmissione e distribuzione di energia, nonché nei sistemi idrici, rendono i mercati azionari pubblici una fonte essenziale di finanziamento, poiché la scala degli investimenti richiesti supera ciò che la maggior parte degli assetti proprietari privati può finanziare in modo efficiente. I flussi di cassa stabili e prevedibili, tipici delle operazioni delle Utilities regolamentate, risultano particolarmente appetibili per gli investitori orientati al reddito che ricercano rendimenti da dividendi, creando una domanda naturale di esposizione al settore Utilities nei mercati pubblici. I programmi storici di privatizzazione che hanno portato sui mercati pubblici le Utilities a controllo pubblico durante gli anni '90 e i primi anni 2000 hanno aumentato in misura sostanziale la rappresentazione del settore, mentre i quadri regolamentari che spesso presuppongono o incoraggiano la proprietà diffusa per finalità di trasparenza rafforzano ulteriormente la partecipazione ai mercati pubblici.

La categoria delle Utilities comprende società elettriche, distributori di gas naturale, Utilities idriche, società multi-utility e servizi di smaltimento dei rifiuti, ciascuno dei quali sfrutta l'accesso ai mercati pubblici per finalità strategiche differenti. Le società elettriche utilizzano la quotazione per finanziare l'incremento della capacità di generazione e l'ammodernamento delle reti richiesti dalla transizione energetica; i distributori di gas naturale accedono ai mercati pubblici per finanziare l'espansione e la digitalizzazione delle reti; e le società multi-utility sfruttano la liquidità dei mercati pubblici per agevolare le acquisizioni necessarie a conseguire diversificazione geografica e dei servizi.

ENERGY (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 3,12)

Il settore Energy evidenzia una moderata sovrarappresentazione con un rapporto pari a 3,12 e una capitalizzazione di mercato di 94 miliardi di euro, pari all'8,75% delle quotazioni, in un settore che contribuisce per il 2,8% al PIL. Questo andamento riflette gli elevati fabbisogni di capitale tipici dell'esplorazione, produzione, raffinazione e distribuzione dell'energia, combinati con le considerazioni regolamentari e strategiche che plasmano la struttura del settore. La categoria Energy comprende attrezzature per il settore petrolifero e del gas, raffinazione, marketing e altri servizi, oltre alle attrezzature per le energie rinnovabili.

La sovrarappresentazione del settore, pur più contenuta rispetto ad altri settori ad alta intensità di capitale, deriva dagli enormi fabbisogni di capitale per le infrastrutture energetiche, che rendono l'accesso ai mercati pubblici attraente o necessario per finanziare progetti di grande entità. Tuttavia, il settore rimane dominato da poche grandi società integrate, che limitano il numero di potenziali quotazioni. La proprietà o il controllo pubblico dei principali asset energetici restringe ulteriormente il bacino di potenziali quotazioni, mentre considerazioni regolamentari e strategiche, tra cui la sicurezza energetica e fattori geopolitici, favoriscono strutture proprietarie concentrate in alcuni sottosettori dell'energia.

CONSUMER DISCRETIONARY (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 1,92)

Il settore Consumer Discretionary evidenzia un rapporto di sovrarappresentazione pari a 1,92, con una capitalizzazione di mercato di 153 miliardi di euro (pari al 14,23% delle quotazioni totali) in un settore che contribuisce per il 7,4% al PIL. La marcata rappresentazione del settore nei mercati pubblici deriva da diverse caratteristiche distintive che allineano i modelli di business del settore Consumer Discretionary alla partecipazione ai mercati azionari. I modelli di business fortemente incentrati sul marchio beneficiano della visibilità e della credibilità che la quotazione conferisce, poiché la presenza in Borsa segnala qualità, stabilità e permanenza ai consumatori, le cui decisioni d'acquisto incorporano sempre più le percezioni della reputazione aziendale e della sua longevità. I fabbisogni di capitale per la costruzione del brand, l'espansione delle reti *retail* e l'ingresso nei mercati internazionali rendono i mercati azionari pubblici fonti di

finanziamento attraenti, mentre la sensibilità del settore ai cicli economici genera la volatilità che i mercati azionari possono prezzare in modo efficiente e allocare tra investitori con diverse tolleranze al rischio e orizzonti di investimento.

Il settore Consumer Discretionary comprende sottosettori eterogenei, tra cui moda e beni di lusso, automotive e componentistica, hotel e leisure, media e intrattenimento, abbigliamento e beni durevoli di consumo, ciascuno dei quali sfrutta l'accesso ai mercati pubblici per finalità strategiche differenti. Le società della moda e del lusso utilizzano la quotazione per finanziare l'espansione internazionale mantenendo al contempo l'aura del marchio essenziale per il posizionamento premium; i fornitori dell'automotive accedono ai mercati pubblici per finanziare la trasformazione tecnologica richiesta dall'elettrificazione e dalla guida autonoma; mentre le società media sfruttano la liquidità dei mercati pubblici per agevolare le acquisizioni necessarie a raggiungere una scala adeguata in settori in fase di consolidamento.

TECHNOLOGY (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 1,14)

Il settore Technology evidenzia un rapporto di sovrarappresentazione pari a 1,14, con una capitalizzazione di mercato di 38 miliardi di euro che costituisce il 3,53% delle quotazioni totali, pur servendo un settore che rappresenta solo il 3,1% del prodotto interno lordo. La marcata sovrarappresentazione riflette molteplici fattori che si rafforzano a vicenda e che rendono le società tecnologiche particolarmente adatte alla partecipazione ai mercati pubblici. L'elevato potenziale di crescita e il forte appetito degli investitori per i titoli tecnologici garantiscono una pronta accoglienza di mercato per le nuove offerte del comparto, mentre la scalabilità intrinseca delle imprese software e delle piattaforme genera la rapida crescita di ricavi e profitti che gli investitori dei mercati pubblici ricercano. Gli ecosistemi di *venture capitale private equity* sviluppati attorno alle società tecnologiche indirizzano attivamente le imprese più promettenti verso la quotazione come meccanismo di disinvestimento preferenziale, fornendo sia il capitale sia il supporto consulenziale necessari per gestire con successo il processo di quotazione. L'orientamento internazionale, tipico di molte società tecnologiche italiane, le spinge a cercare accesso a bacini di capitale globali che solo i mercati pubblici possono fornire in modo efficiente, mentre la natura delle imprese tecnologiche, caratterizzata da un'elevata concentrazione di beni immateriali, rende il finanziamento bancario tradizionale meno accessibile e, di conseguenza, il finanziamento tramite capitale azionario più allettante.

All'interno del settore Technology, le società software, i servizi di information technology e le imprese di produzione di hardware e apparecchiature dominano l'universo delle società quotate, riflettendo l'allineamento particolarmente forte tra i modelli di business di questi sottosettori e le caratteristiche dei mercati pubblici. Le società software beneficiano di modelli di ricavi ricorrenti, elevati margini lordi ed effetti di rete che generano traiettorie di crescita prevedibili, apprezzate dagli investitori dei mercati pubblici. Le società di servizi di information technology sfruttano l'accesso ai mercati pubblici per finanziare l'espansione geografica, acquisire capacità specialistiche e segnalare stabilità ai clienti B2B, per i quali la solidità finanziaria del fornitore costituisce un criterio chiave di scelta.

TELECOMMUNICATION (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 1,02)

Il settore Telecommunication evidenzia una leggera sovrarappresentazione con un rapporto pari a 1,02 e una capitalizzazione di mercato di 21 miliardi di euro, pari all'1,94% delle quotazioni, in un settore che contribuisce per l'1,9% al PIL. L'intensità di capitale delle infrastrutture di telecomunicazione, incluse le reti mobili, i sistemi in fibra ottica e i data center, rende i mercati azionari pubblici fonti di finanziamento attraenti, mentre i quadri regolamentari che disciplinano il settore creano condizioni favorevoli alla quotazione, tra cui requisiti di trasparenza e restrizioni alla proprietà che si allineano naturalmente alla partecipazione ai mercati pubblici.

Tuttavia, i trend di consolidamento, determinati dalla necessità di economie di scala nella realizzazione delle reti e dalle dinamiche competitive dei servizi di telecomunicazione convergenti, hanno limitato il numero assoluto di entità quotate. La modesta sovrarappresentazione del settore riflette l'equilibrio tra l'intensità di capitale che favorisce la quotazione e il consolidamento del settore che riduce il numero di entità indipendenti.

3.4 SETTORI SOTTORAPPRESENTATI

INDUSTRIALS (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 0,71)

Il settore Industrials evidenzia la sottorappresentazione più contenuta, con un rapporto pari a 0,71 e una capitalizzazione di mercato di 120 miliardi di euro, che rappresenta l'11,16% delle quotazioni totali, pur contribuendo per il 15,80% al PIL. Il settore comprende sottosettori eterogenei, tra cui macchinari e apparecchiature, trasporti, aerospazio e difesa. La forte tradizione industriale dell'Italia e la natura ad alta intensità di capitale del settore renderebbero normalmente i mercati azionari pubblici una fonte di finanziamento attraente per l'espansione, la modernizzazione, l'aggiornamento tecnologico e la crescita internazionale. Le imprese industriali spesso affrontano fabbisogni di finanziamento consistenti legati a impianti produttivi, attrezzature, capitale circolante, sviluppo dell'export, investimenti diretti esteri e acquisizioni. Eppure, i dati suggeriscono che tali esigenze non si riflettono in una rappresentazione proporzionale nei mercati pubblici. Questa sottorappresentazione può essere spiegata dalla struttura della base industriale italiana, in cui le imprese private a proprietà familiare, le piccole e medie imprese, nonché il finanziamento bancario continuano a svolgere un ruolo centrale. Questi fattori possono ridurre la necessità percepita della quotazione o limitare la capacità e gli incentivi delle imprese industriali ad accedere ai mercati azionari pubblici.

HEALTHCARE (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 0,29)

Il settore Healthcare evidenzia una moderata sottorappresentazione con un rapporto pari a 0,29 e una capitalizzazione di mercato di 22 miliardi di euro (pari al 2,01% delle quotazioni), in un settore che contribuisce per il 6,9% al PIL. Questa modesta sottorappresentazione, meno marcata rispetto al settore Consumer Staples o Real Estate, può riflettere l'eterogeneità del settore e le caratteristiche variabili dei sottosettori Healthcare. Il settore comprende farmaceutica, biotecnologie, dispositivi medici e servizi healthcare.

La prevalenza di fornitori di servizi healthcare di piccole dimensioni, tra cui studi medici, centri diagnostici e cliniche specialistiche, determina una struttura industriale frammentata in cui la maggior parte delle entità rimane al di sotto della soglia dimensionale per una quotazione economicamente sostenibile. La complessità regolamentare nel settore Healthcare, inclusi i sistemi di rimborso, gli standard di qualità e l'abilitazione professionale, crea barriere alla scalabilità che limitano il numero di società che raggiungono dimensioni sufficienti per i mercati pubblici. Tuttavia, la crescente importanza delle società di tecnologia medica, delle imprese farmaceutiche e dei consolidatori dei servizi healthcare suggerisce un potenziale ampliamento della rappresentazione, man mano che questi sottosettori raggiungono una maggiore scala e una più elevata maturità operativa.

BASIC MATERIALS (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 0,24)

Il settore Basic Materials mostra una sostanziale sottorappresentazione con un rapporto pari a 0,24 e una capitalizzazione di mercato di soli 5 miliardi di euro, pari allo 0,47% delle quotazioni totali, contribuendo per il 2% al PIL. Il settore Basic Materials, che comprende prodotti chimici, materiali industriali e metalli, rimane relativamente assente dai mercati pubblici nonostante i significativi fabbisogni di capitale del settore. Attività quali produzione, trasformazione, distribuzione, estrazione mineraria e manifattura richiedono tipicamente investimenti consistenti nell'espansione della capacità produttiva e nell'aggiornamento tecnologico, il che normalmente renderebbe la quotazione una fonte di finanziamento attraente. Tuttavia, la limitata capitalizzazione di mercato rappresentata dal settore suggerisce che tali esigenze di finanziamento siano spesso soddisfatte al di fuori dei mercati azionari quotati. Ciò può riflettere strutture proprietarie concentrate o private, la presenza di azionisti industriali di lungo periodo e una dipendenza dal finanziamento bancario o da investitori strategici. Inoltre, sebbene la natura dei ricavi legata alle commodity possa essere scontata dai mercati azionari, la ciclicità e la volatilità degli utili associate possono scoraggiare alcune società dall'apertura del capitale e ridurre l'attrattiva del settore per taluni investitori.

CONSUMER STAPLES (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 0,14)

Il settore Consumer Staples evidenzia una sostanziale sottorappresentazione con un rapporto pari a 0,14 e una capitalizzazione di mercato di 11 miliardi di euro (pari all'1,01% delle quotazioni) in un settore che contribuisce per il 7,4% al PIL. Questo gap significativo riflette caratteristiche delle imprese del settore Consumer Staples che rendono la quotazione meno attrattiva o necessaria rispetto ad altri settori.

La sottorappresentazione del settore deriva da diversi fattori, tra cui la domanda stabile e i mercati maturi tipici delle categorie Consumer Staples, tra cui food & beverage e i prodotti per la cura personale, che riducono i fabbisogni di capitale per la crescita che spesso motivano le quotazioni. Le strutture d'impresa a proprietà familiare rimangono diffuse in questi settori, e i proprietari familiari spesso preferiscono mantenere il controllo piuttosto che perseguire la quotazione. I flussi di cassa stabili e i modesti tassi di crescita del settore rendono facilmente accessibile il finanziamento bancario tradizionale, riducendo la necessità di capitale azionario pubblico. Il *private equity* e gli acquirenti strategici offrono agli azionisti percorsi di disinvestimento alternativi che riducono il flusso di nuove quotazioni, poiché i proprietari familiari in cerca di liquidità spesso preferiscono cessioni negoziate a compratori strategici o a fondi di *private equity* rispetto al processo del mercato pubblico.

REAL ESTATE (RAPPORTO DI RAPPRESENTAZIONE: 0,02)

Il Real Estate evidenzia la più marcata sottorappresentazione di qualsiasi settore, con una capitalizzazione di mercato di soli 2 miliardi di euro, pari allo 0,19% delle quotazioni totali, in un settore che contribuisce per l'8,6% al PIL. Questo drammatico gap rappresenta il maggiore disallineamento, in termini assoluti, tra struttura di mercato e struttura economica nel mercato azionario italiano.

La marcata sottorappresentazione riflette molteplici fattori che si rafforzano a vicenda e che creano barriere sostanziali alla quotazione per le società del settore Real Estate. La prevalenza di veicoli di investimento immobiliare privati e di patrimoni familiari offre strutture proprietarie alternative che molti investitori e operatori del *real estate* preferiscono alla partecipazione ai mercati pubblici, poiché le strutture private offrono maggiore flessibilità operativa ed evitano gli obblighi di informativa che la quotazione impone. La complessità e la soggettività insite nella valutazione dei beni immobiliari creano criticità per gli investitori dei mercati pubblici, che richiedono valutazioni trasparenti e verificabili, mentre l'eterogeneità delle proprietà immobiliari all'interno delle singole società amplifica le difficoltà di valutazione. Le considerazioni fiscali, incluso il trattamento favorevole di alcune strutture di proprietà privata e le implicazioni dell'imposta sulle plusvalenze nei trasferimenti di immobili, creano incentivi che favoriscono la proprietà privata rispetto alla quotazione.

L'illiquidità dei beni immobiliari sottostanti crea una tensione fondamentale con le aspettative di liquidità dei mercati azionari pubblici, poiché gli investitori si aspettano di poter negoziare liberamente le azioni mentre i beni sottostanti possono richiedere periodi prolungati per essere acquistati o venduti. Il limitato sviluppo dei Real Estate Investment Trusts (REIT) in Italia rispetto ad altri mercati europei, dove le strutture REIT sono diventate lo strumento predominante per la cartolarizzazione immobiliare, limita ulteriormente la rappresentazione del settore sui mercati pubblici. Le società immobiliari quotate esistenti comprendono REIT, sviluppatori immobiliari e società di servizi immobiliari, ma il loro numero contenuto e la limitata capitalizzazione di mercato aggregata lasciano ampi segmenti del mercato immobiliare italiano privi di rappresentazione sui mercati pubblici.

4. ANALISI COMPARATIVA: SOCIETÀ QUOTATE VS. SOCIETÀ NON QUOTATE

4.1 METODOLOGIA E COMPOSIZIONE DEI CAMPIONI

Per comprendere le differenze sistematiche tra società quotate e non quotate, abbiamo definito campioni corrispondenti tratti da quattro mercati europei: Italia, Francia, Regno Unito e Svezia. Per ciascun mercato, abbiamo identificato tutte le società quotate con dati finanziari disponibili nel database Orbis e definito un gruppo di confronto composto da società non quotate corrispondenti per settore industriale e, ove possibile, per classe dimensionale.

L'analisi copre il periodo 2015-2024, fornendo una finestra di dieci anni che comprende sia la ripresa successiva alla crisi finanziaria, sia la pandemia di COVID-19 e la successiva ripresa. Ci concentriamo su diverse dimensioni chiave di performance:

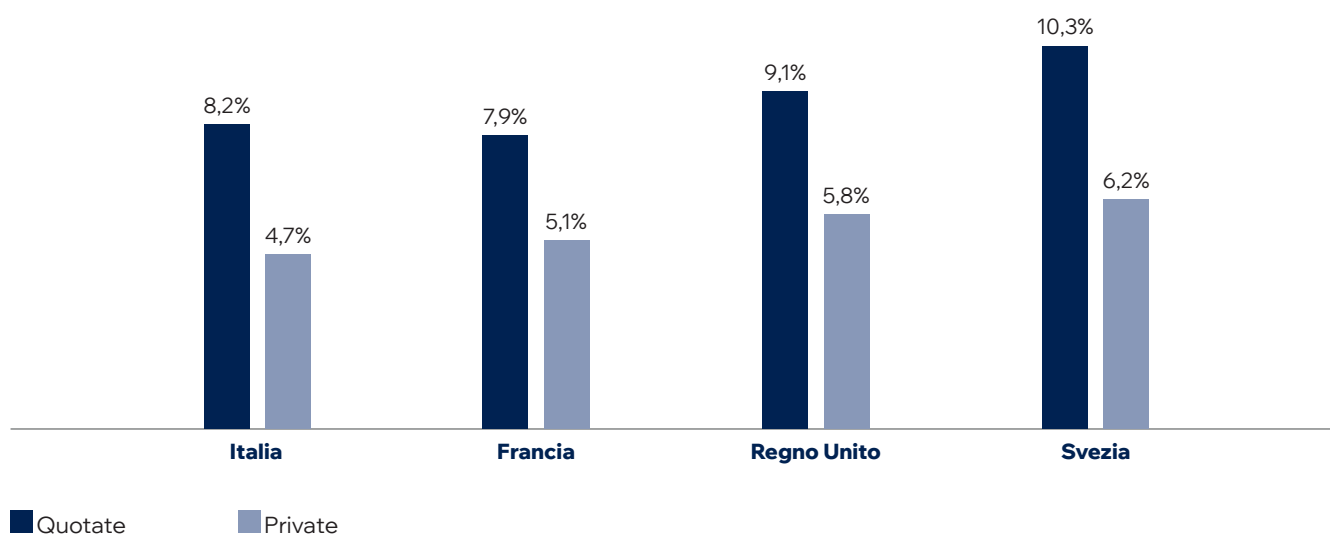
1. **Metriche di crescita:** crescita dei ricavi, crescita dell'occupazione
2. **Redditività:** Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), EBITDA Margin
3. **Produttività:** ricavi per dipendente
4. **Investimenti:** intensità di capital expenditure
5. **Struttura finanziaria:** rapporto di leva finanziaria

Tutti i dati finanziari sono espressi in euro per facilitare i confronti tra Paesi.

4.2 CRESCITA DEI RICAVI

Le società quotate evidenziano tassi di crescita dei ricavi sistematicamente più elevati rispetto alle società non quotate in tutti e quattro i mercati analizzati.

FIGURA 9: CRESCITA ANNUA DEI RICAVI, MEDIA 2015-2024 (%)



Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori

Nota: i tassi di crescita sono tassi annui composti di crescita (CAGR) calcolati sull'intero periodo. Sono esclusi i valori estremamente anomali (crescita annua >100% o <-50%).

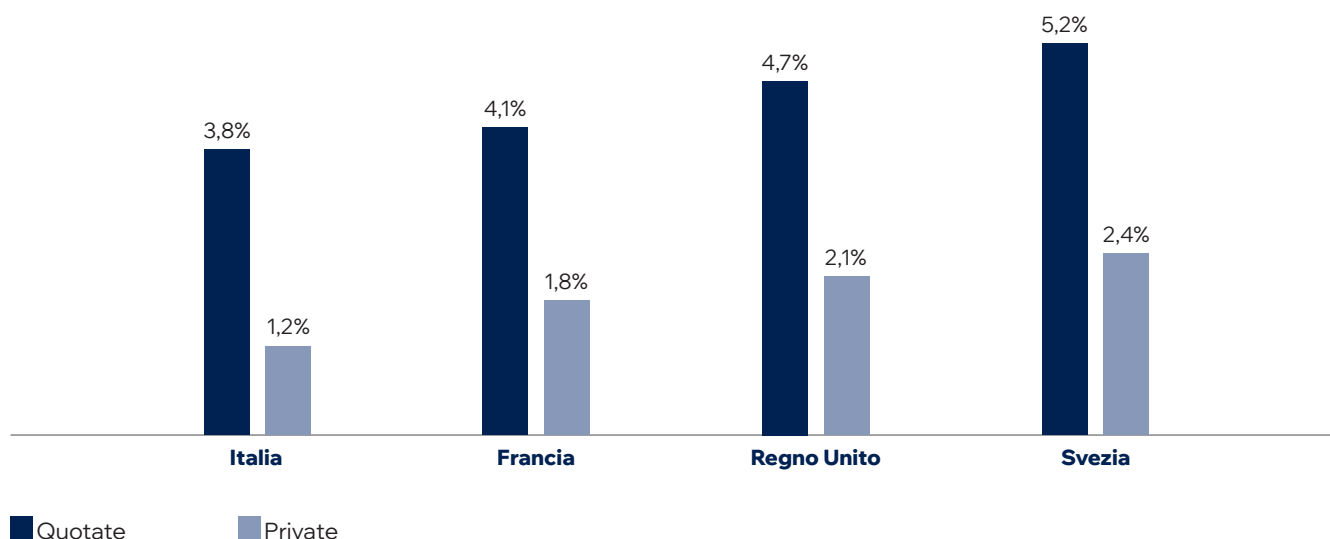
Le società quotate italiane hanno registrato una crescita media annua dei ricavi pari all'8,2% nel periodo, rispetto al 4,7% delle società non quotate, pari a una differenza di 3,5 punti percentuali. Questo premio di crescita è coerente in tutti i mercati, variando dal 2,8% in Francia al 4,1% in Svezia. Il Regno Unito evidenzia i tassi di crescita più elevati per le società quotate (9,1%), mentre la Svezia mostra la performance complessiva più forte, con le società quotate in crescita del 10,3% annuo.

Il premio di crescita delle società quotate riflette verosimilmente molteplici fattori: un migliore accesso ai capitali per finanziare l'espansione, una maggiore scala ed efficienza operativa, pratiche manageriali più solide e, in parte, effetti di selezione, per cui le imprese con tassi di crescita più sostenuti sono più propense a perseguire la quotazione. La coerenza di questo scenario in quattro distinti contesti istituzionali suggerisce che tali vantaggi siano strutturali, più che specifici di ciascun Paese.

4.3 CRESCITA DELL'OCCUPAZIONE

I trend di crescita dell'occupazione rispecchiano quelli della crescita dei ricavi, con le società quotate che generano posti di lavoro a tassi sostanzialmente più elevati rispetto alle società non quotate.

FIGURA 10: CRESCITA ANNUA DELL'OCCUPAZIONE, MEDIA 2015-2024 (%)



Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori

Le società quotate italiane hanno aumentato l'occupazione a un tasso medio annuo del 3,8%, più del triplo rispetto al tasso di crescita dell'1,2% delle società non quotate. Il premio di crescita dell'occupazione risulta notevolmente coerente tra i Paesi, variando dal 2,3% in Francia al 2,8% in Svezia. La Svezia evidenzia nuovamente la migliore performance in termini assoluti, con le società quotate che aumentano l'occupazione del 5,2% annuo.

Questi risultati hanno importanti implicazioni per le politiche del mercato del lavoro e per lo sviluppo economico. Le società quotate non solo creano posti di lavoro a ritmi più elevati, ma tendono anche a offrire salari medi più alti (Tabella 8), benefit più completi e maggiori opportunità di formazione. Le società quotate italiane mostrano un costo mediano per dipendente pari a 1,3 volte quello delle società private. Ciò contribuisce ad alimentare un meccanismo positivo di selezione, per cui, offrendo salari più elevati, migliori opportunità di crescita e prospettive occupazionali più favorevoli, le società quotate tendono ad attrarre e trattenere i talenti in modo più efficace all'interno del Paese. Le politiche che facilitano l'accesso ai mercati dei capitali pubblici possono pertanto generare esternalità positive sulla qualità e quantità dell'occupazione.

TABELLA 8: COSTO DEL LAVORO PER DIPENDENTE, MEDIANA 2024 (MIGLIAIA DI €)

	Italia	Francia	Regno Unito	Svezia
Quotate	56	67	67	83
Private	43	57	54	63
Delta %	+30%	+17%	+24%	+31%

Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori
Nota: sono esclusi i valori estremamente anomali.

4.4 REDDITIVITÀ: RETURN ON ASSETS (ROA)

I confronti sulla redditività restituiscono risultati più articolati. Sebbene le società quotate presentino in generale un ROA mediano più elevato, le differenze sono più contenute rispetto a quelle osservate per le metriche di crescita.

TABELLA 9: RETURN ON ASSETS (ROA), MEDIANA 2015-2024 (%)

	Italia	Francia	Regno Unito	Svezia
Quotate	5,8%	6,3%	7,2%	8,1%
Private	4,1%	4,9%	5,1%	6,2%
Delta p.p.	+1,7	+1,4	+2,1	+1,9

Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori
Nota: ROA = Utile netto / Totale attività. Sono esclusi i valori estremamente anomali.

Nel complesso, in tutti i Paesi, le società quotate mostrano una redditività del patrimonio attivo superiore rispetto alle società private, con il Regno Unito e la Svezia che si distinguono come i mercati in cui tale divario di redditività è più pronunciato. Il Regno Unito evidenzia il vantaggio più marcato per le società quotate (+2,1 p.p. di ROA mediano), seguito dalla Svezia (+1,9 p.p.), mentre Italia e Francia mostrano divari leggermente più contenuti ma comunque positivi, rispettivamente pari a +1,7 p.p. e +1,4 p.p.

Questo premio di redditività coerente suggerisce che le società quotate possano beneficiare di una maggiore scala operativa, di un migliore accesso al capitale e di assetti di governance più strutturati. Tuttavia, la dimensione relativamente contenuta del divario indica che la quotazione non si traduce in un profilo di redditività drasticamente più elevato, bensì in un vantaggio moderato e coerente tra i mercati.

4.5 REDDITIVITÀ: RETURN ON EQUITY (ROE)

Il Return on Equity fornisce una misura della redditività dal punto di vista degli azionisti, tenendo conto degli effetti della leva finanziaria.

TABELLA 10: RETURN ON EQUITY (ROE), MEDIANA 2015-2024 (%)

	Italia	Francia	Regno Unito	Svezia
Quotate	11,2%	12,8%	14,9%	16,2%
Private	9,8%	11,1%	10,3%	11,9%
Delta p.p.	+1,4	+1,7	+4,6	+4,3

Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori

Nota: ROE = Utile netto / Patrimonio netto. Sono esclusi i valori estremamente anomali.

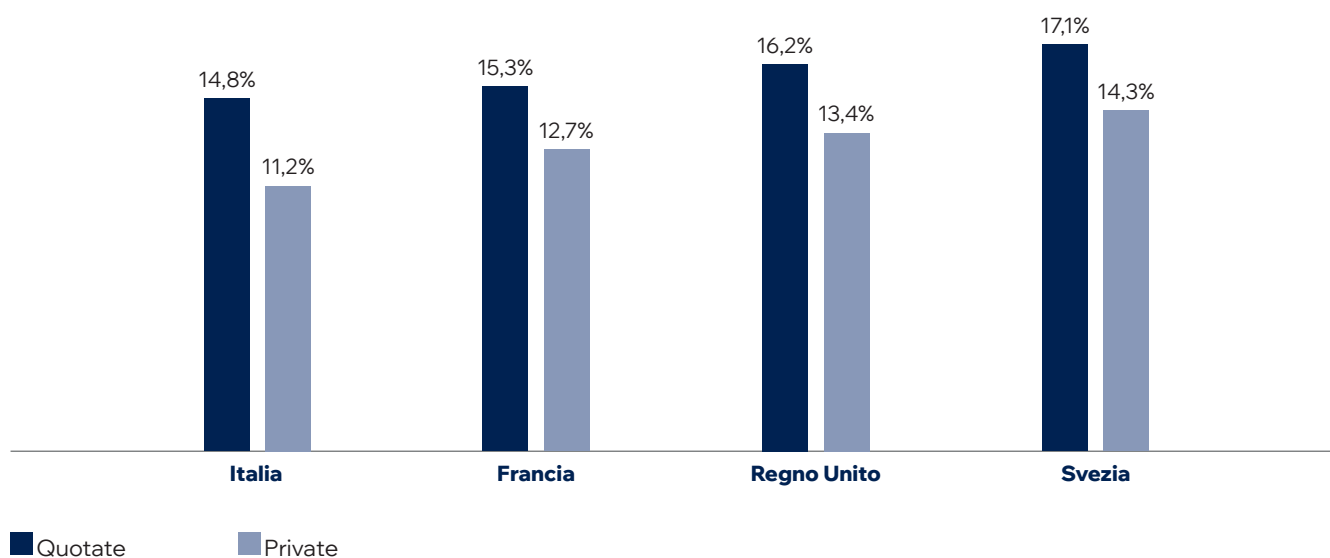
Gli andamenti del ROE sono simili a quelli del ROA, con le società quotate nel Regno Unito e in Svezia che mostrano rendimenti del capitale proprio più elevati (14,9% contro 10,3% nel Regno Unito; 16,2% contro 11,9% in Svezia). I differenziali di ROE sono in parte maggiori rispetto a quelli del ROA, riflettendo l'impatto delle differenze di leva finanziaria (discusse nella Sezione 4.9).

Le società quotate in Italia mostrano un ROE mediano dell'11,2%, superiore alla mediana delle non quotate pari al 9,8%, suggerendo ancora una volta che la società quotata tipica è più redditizia della tipica impresa non quotata.

4.6 REDDITIVITÀ OPERATIVA: EBITDA MARGIN

L'EBITDA Margin (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization in percentuale dei ricavi) fornisce una misura della redditività operativa indipendente dalla struttura del capitale e dagli effetti fiscali.

FIGURA 11: EBITDA MARGIN, MEDIA 2015-2024 (%)



Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori

Le società quotate mostrano EBITDA Margin costantemente più elevati in tutti e quattro i mercati, con differenziali che vanno dal 2,6% in Francia al 3,6% in Italia. Ciò suggerisce che le società quotate conseguono una maggiore efficienza operativa, potenzialmente tramite economie di scala, migliori pratiche manageriali, un'allocazione del capitale più efficiente o effetti di selezione, per cui le imprese più efficienti scelgono di quotarsi.

La coerenza del vantaggio in termini di margine operativo tra i Paesi, unita ad andamenti simili nella redditività netta (ROA e ROE), suggerisce che le società quotate sovraperformano sia in termini di efficienza dei costi operativi sia di quelli non operativi.

4.7 PRODUTTIVITÀ: RICAVI PER DIPENDENTE

La produttività del lavoro, misurata come ricavi per dipendente, fornisce indicazioni sull'efficienza con cui le imprese utilizzano il capitale umano.

TABELLA 11: RICAVI PER DIPENDENTE, MEDIA 2015-2024 (MIGLIAIA DI €)

	Italia	Francia	Regno Unito	Svezia
Quotate	387 €	418 €	445 €	472 €
Private	312 €	356 €	378 €	401 €
Delta %	+24,0%	+17,4%	+17,7%	+17,7%

Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori

Nota: Ricavi per dipendente = Ricavi totali / Numero di dipendenti

Le società quotate dimostrano una produttività del lavoro sostanzialmente più elevata in tutti i mercati. Le società quotate italiane generano 387.000 euro di ricavi per dipendente, un valore superiore del 24% rispetto ai 312.000 euro delle società non quotate. Il premio di produttività è leggermente più contenuto ma comunque rilevante negli altri tre mercati, collocandosi in un intervallo compreso tra il 17,4% e il 17,7%.

La maggiore produttività delle società quotate riflette verosimilmente molteplici fattori: una più elevata intensità di capitale (maggiori investimenti in macchinari, tecnologia e infrastrutture per lavoratore), economie di scala, una migliore adozione tecnologica, forza lavoro più qualificata e migliori pratiche manageriali. Il vantaggio di produttività contribuisce direttamente alla maggiore crescita dei ricavi osservata nella Sezione 4.2.", quelli esistenti solo la ripetizione del paragrafo 4.6

4.8 INCIDENZA DEGLI INVESTIMENTI

L'incidenza della capital expenditure (capex in percentuale dei ricavi) offre prospettive complementari sul comportamento di investimento e sull'efficienza del capitale.

TABELLA 12: INCIDENZA DELLA CAPITAL EXPENDITURE, MEDIA 2015-2024 (% DEI RICAVI)

	Italia	Francia	Regno Unito	Svezia
Quotate	6,8%	7,1%	5,9%	6,4%
Private	4,2%	4,8%	3,9%	4,5%
Delta p.p.	+2,6	+2,3	+2,0	+1,9

Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori

Le società quotate investono maggiormente in immobilizzazioni, con un'incidenza del capex superiore del 2,0%-2,6% rispetto alle società non quotate. Le società quotate italiane investono annualmente il 6,8% dei ricavi in capital expenditure, contro il 4,2% delle società non quotate. Questo schema è coerente in tutti i mercati e riflette sia la maggiore disponibilità di capitale per le società quotate sia la loro focalizzazione sulla crescita e sull'espansione dimensionale.

4.9 STRUTTURA FINANZIARIA: LEVA FINANZIARIA

Il rapporto di leva finanziaria (debito totale in percentuale del patrimonio netto) evidenzia differenze sistematiche nella struttura del capitale tra società quotate e non quotate.

TABELLA 13: RAPPORTO DI LEVA FINANZIARIA (DEBITO/PATRIMONIO NETTO), MEDIANA 2024 (%)

	Italia	Francia	Regno Unito	Svezia
Quotate	72,4	66,3	16,4	40,1
Private	49,5	21,7	24,1	5,3
Delta p.p.	+23,0	+44,6	-7,6	+34,7

Fonte: Orbis Database, calcoli degli autori

Nota: $\text{Leva finanziaria} = \text{Debito totale} / \text{Patrimonio netto totale} \times 100$. Sono esclusi i valori estremamente anomali (leva finanziaria >500%).

I pattern di leva finanziaria variano sostanzialmente tra i Paesi. In Italia, Francia e Svezia, le società quotate presentano una leva finanziaria mediana più elevata rispetto alle società non quotate (rispettivamente +23,0 p.p., +44,6 p.p. e +34,7 p.p.), coerentemente con il loro maggiore accesso ai mercati del debito e con una gestione finanziaria più sofisticata. La Francia mostra il differenziale più ampio, con le società quotate al 66,3% di leva finanziaria rispetto al 21,7% delle società non quotate. Nel complesso, le società quotate tendono a beneficiare di dimensioni maggiori, migliori rating creditizi e fonti di finanziamento più diversificate.

Il Regno Unito presenta un pattern anomalo, con le società non quotate che mostrano una leva finanziaria più elevata (24,1% contro il 16,4% per le società quotate). Ciò riflette verosimilmente la diffusione di società sostenute da *private equity* nel settore non quotato del Regno Unito, che tipicamente impiegano un'elevata leva finanziaria nell'ambito della propria strategia di investimento (KPMG, 2025).

5. ATTIVITÀ DI M&A

5.1 PATTERN DI M&A: SOCIETÀ QUOTATE VS. SOCIETÀ NON QUOTATE

L'analisi dell'attività di fusioni e acquisizioni (M&A) fornisce ulteriori evidenze sul comportamento strategico e sulle dinamiche di mercato delle società quotate rispetto a quelle non quotate. Utilizzando i dati di Mergermarket relativi al periodo 2015-2026 (year-to-date), esaminiamo la frequenza delle operazioni e i valori delle operazioni dichiarati.

TABELLA 14: ATTIVITÀ DI M&A IN ITALIA, 2015-2026 YTD

Tipologia di società (Acquirente)	Cumulato 2015-2026 YTD					2025				
	N. operazioni	% operazioni	N. operazioni con valore dichiarato	Totale valore dichiarato (mld €)	% valore operazione	N. operazioni	% operazioni	N. operazioni con valore dichiarato	Totale valore dichiarato (mld €)	% valore operazione
Quotate	1.353	20%	806	218	28%	181	16%	101	35	16%
Private	5.477	80%	1.453	556	72%	953	84%	218	184	84%
Totale	6.830	100%	2.259	775	100%	1.134	100%	319	219	100%

Fonte: Mergermarket
Nota: dati riferiti al (1/1/2015-01/03/2026); escluse le operazioni di private equity

TABELLA 15: ATTIVITÀ DI M&A IN FRANCIA, 2015-2026 YTD

Tipologia di società (Acquirente)	Cumulato 2015-2026 YTD					2025				
	N. operazioni	% operazioni	N. operazioni con valore dichiarato	Totale valore dichiarato (mld €)	% valore operazione	N. operazioni	% operazioni	N. operazioni con valore dichiarato	Totale valore dichiarato (mld €)	% valore operazione
Quotate	2.816	25%	954	598	42%	287	20%	79	43	18%
Private	8.284	75%	6.781	811	58%	1.164	80%	211	201	82%
Totale	11.100	100%	7.735	1.409	100%	1.451	100%	290	244	100%

Fonte: Mergermarket

Nota: dati riferiti al (1/1/2015-01/03/2026); escluse le operazioni di private

TABELLA 16: ATTIVITÀ DI M&A NEL REGNO UNITO, 2015-2026 YTD

Tipologia di società (Acquirente)	Cumulato 2015-2026 YTD					2025				
	N. operazioni	% operazioni	N. operazioni con valore dichiarato	Totale valore dichiarato (mld €)	% valore operazione	N. operazioni	% operazioni	N. operazioni con valore dichiarato	Totale valore dichiarato (mld €)	% valore operazione
Quotate	4.468	40%	2.834	852	49%	466	19%	259	60	22%
Private	12.308	111%	3.104	895	51%	2.007	81%	361	214	78%
Totale	16.776	151%	5.938	1.747	100%	2.473	100%	620	274	100%

Fonte: Mergermarket

Nota: dati riferiti al (1/1/2015-01/03/2026); escluse le operazioni di private equity

TABELLA 17: ATTIVITÀ DI M&A IN SVEZIA, 2015-2026 YTD

	Cumulato 2015-2026 YTD					2025				
Tipologia di società (Acquirente)	N. operazioni	% operazioni	N. operazioni con valore dichiarato	Totale valore dichiarato (mld €)	% valore operazione	N. operazioni	% operazioni	N. operazioni con valore dichiarato	Totale valore dichiarato (mld €)	% valore operazione
Quotate	2.844	26%	1.023	121	20%	305	29%	100	11	39%
Private	4.213	38%	1.060	498	80%	733	71%	165	17	61%
Totale	7.057	64%	2.083	619	100%	1.038	100%	265	29	100%

Fonte: Mergermarket

Nota: dati riferiti al (1/1/2015-01/03/2026); escluse le operazioni di private equity

Le società quotate in Italia hanno partecipato a 1.353 operazioni di M&A/JV nel periodo 2015–2026 YTD, pari a circa il 20% del numero totale di operazioni (6.830 operazioni complessive), mentre le società private hanno totalizzato 5.477 operazioni, pari a circa l'80% del totale. In termini di valore, le operazioni delle società private hanno generato un importo complessivo dichiarato di 556 miliardi di euro, contro i 218 miliardi di euro per le società quotate. È rilevante osservare che le società quotate rappresentano lo 0,01% delle società italiane, ma incidono per il 20% sul numero assoluto di operazioni di M&A e per il 28% sull'importo complessivo dichiarato delle operazioni.

Inoltre, il mercato italiano delle operazioni di M&A/JV tra società quotate è in linea con i principali Paesi europei. Sebbene in termini assoluti il Regno Unito registri il maggior numero di operazioni (16.776 operazioni complessive nel periodo 2015–2026 YTD, contro 11.100 in Francia, 7.057 in Svezia e 6.830 in Italia), l'Italia presenta di gran lunga il più piccolo bacino di società quotate tra i quattro Paesi considerati (398, rispetto a 739 in Francia, 1.482 nel Regno Unito e 759 in Svezia). Di conseguenza, una volta normalizzata l'attività relativa alle operazioni in base alle dimensioni dell'universo delle società quotate, l'Italia emerge tra i mercati più attivi in termini relativi, con circa 3,4 operazioni complessive per società quotata, rispetto a 3,8 in Francia, 3,0 nel Regno Unito e 3,7 in Svezia.

Tuttavia, in termini di valori medi dei deal, le operazioni di M&A italiane sono superiori solo a quelle svedesi. La Svezia registra 118 milioni di euro per operazione, mentre l'Italia si attesta a 270 milioni di euro. La Francia, con 626 milioni di euro, e il Regno Unito, con 300 milioni di euro, presentano i valori più elevati. Anche in questo caso la distribuzione è asimmetrica, con poche operazioni di valore elevato e molte altre di importo contenuto. Nel complesso, tali evidenze suggeriscono che il mercato corporate italiano non è il più grande in termini assoluti, ma è tra i più attivi in termini relativi, con le società quotate che operano in un contesto caratterizzato da una propensione relativamente elevata verso operazioni strategiche. Nonostante le dimensioni relativamente contenute del proprio mercato azionario, l'Italia mostra quindi una dinamica intensa delle operazioni, rendendo l'attività di controllo societario e di partnership un canale di crescita e ristrutturazione particolarmente rilevante.

CAPITOLO 2

1000 SOCIETÀ QUOTATE

ABSTRACT

Il mercato azionario italiano si trova in un momento cruciale. Con 398 società attivamente negoziate (su 411 società quotate) e una capitalizzazione di mercato pari al 47% del PIL, l'Italia è indietro rispetto a economie europee comparabili, dove la capitalizzazione di mercato spesso supera il 100% del PIL. Il capitolo presenta un'analisi completa e basata su dati della trasformazione necessaria per ampliare la base delle società quotate in Italia fino a 1000 imprese, raggiungendo al contempo un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari al 100%.

Le 602 nuove quotazioni nette previste su un orizzonte di 10 anni sarebbero distribuite strategicamente tra settori chiave, con Industrials (161 società) a rappresentare l'espansione più ampia, seguito da Consumer Discretionary (107 società), Technology (89 società) e Consumer Staples (96 società complessivamente). La distribuzione per dimensione comprenderà circa il 48% di società *small-cap* e *mid-cap*, oltre a 250 società *large-cap* (con ricavi compresi tra 250 milioni e 1 miliardo di euro) e 63 società *extra-large cap* (con ricavi superiori a 1 miliardo di euro). Con una capitalizzazione di mercato complessiva stimata pari a circa 489 miliardi di euro per le nuove quotazioni, unita alla crescita organica delle società già quotate e alla rivalutazione dei multipli, questa espansione innalzerebbe la capitalizzazione di mercato totale a circa 2.279 miliardi di euro, conseguendo l'obiettivo di un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari al 100% e posizionando l'Italia, al fianco di Francia, Svezia e Regno Unito, come un importante mercato europeo dei capitali.

1. INTRODUZIONE E CONTESTO DELLA RICERCA

1.1 VALUTAZIONE DELLO STATO ATTUALE

Il mercato azionario italiano evidenzia un sottosviluppo strutturale che lo distingue dalle economie europee comparabili. L'Italia conta 411 società quotate, di cui 13 con negoziazioni sospese e 398 con una capitalizzazione di mercato complessiva pari a circa 1.075 miliardi di euro. Al 2025, l'Italia registra un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari al 47%, sostanzialmente inferiore ai benchmark europei:

- **Francia:** 739 società quotate, rapporto tra capitalizzazione e PIL pari al 107%
- **Regno Unito:** 1.482 società quotate, rapporto tra capitalizzazione e PIL pari al 130%
- **Svezia:** 759 società quotate, rapporto tra capitalizzazione e PIL pari al 185%

Questa sottorappresentazione riflette sia una carenza di società quotate (l'Italia ha il 44% di quotazioni in meno rispetto alla Francia, nonostante una dimensione economica comparabile) sia un gap di valutazione (le società quotate italiane scambiano a multipli inferiori, in rapporto a utili e valore contabile, rispetto alle omologhe europee). Le implicazioni vanno oltre le statistiche del mercato dei capitali: le dimensioni ridotte del mercato azionario limitano il finanziamento della crescita per le imprese italiane, riducono le opportunità di diversificazione di portafoglio per i risparmiatori italiani e diminuiscono l'efficienza dell'allocazione del capitale nell'intera economia.

1.2 IL DUPLICE OBIETTIVO: 1000 SOCIETÀ E UN RAPPORTO TRA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO E PIL PARI AL 100%

Questa analisi esamina la fattibilità e le implicazioni di due obiettivi interrelati:

Obiettivo 1: ampliare la base delle società quotate da 398 a 1000 società (un aumento di 602 società, pari al 151%). Questa espansione avvicinerebbe l'Italia, in termini assoluti, alla Francia (739 società) e al Regno Unito (1.482 società) e migliorerebbe drasticamente la rappresentatività dei mercati pubblici nei diversi settori dell'economia italiana.

Obiettivo 2: raggiungere un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari al 100% (un aumento dal 47% al 100%). Ciò richiederebbe che la capitalizzazione di mercato totale raggiungesse circa 2.258 miliardi di euro (considerando il PIL 2025), con un aumento di 1.183 miliardi di euro, pari al 110% rispetto ai livelli attuali.

Questi obiettivi sono complementari, ma non identici. Raggiungere 1000 società quotate attraverso la quotazione di piccole imprese non consentirebbe necessariamente di raggiungere un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari al 100% se le nuove quotazioni fossero prevalentemente società *micro-cap*. Viceversa, raggiungere un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari al 100% attraverso la crescita delle società *large-cap* esistenti non migliorerebbe l'ampiezza del mercato né la rappresentatività settoriale. Il percorso ottimale richiede sia un aumento del numero di quotazioni sia una crescita sostanziale della capitalizzazione di mercato, attraverso una combinazione di nuove quotazioni di dimensione significativa e crescita organica delle società esistenti.

1.3 BASE EMPIRICA E METODOLOGIA

Questa analisi si basa su tre principali fonti di dati:

- **Confronti tra Paesi** della struttura del mercato, della distribuzione per dimensione e della composizione settoriale tra Italia, Francia, Regno Unito e Svezia, utilizzando dati Orbis, Refinitiv ed Euronext relativi al periodo 2015-2024.
- **Analisi delle performance** delle società quotate rispetto a quelle non quotate su più dimensioni (crescita, redditività, produttività, investimenti, leva finanziaria), per individuare le caratteristiche che differenziano le imprese pubbliche da quelle private e per identificare i probabili candidati a future quotazioni.
- **Scomposizione settoriale** dell'economia italiana per individuare i comparti con il maggiore potenziale di ampliamento della partecipazione ai mercati pubblici, tenendo conto delle caratteristiche strutturali (intensità di capitale, economie di scala, potenziale di crescita) che influenzano la propensione alla quotazione.

Le proiezioni presentate in questo documento si basano su modelli empirici osservati nei dati. Laddove siano necessarie ipotesi (ad esempio, capitalizzazione di mercato media delle nuove quotazioni, orizzonte temporale dell'espansione), forniamo una giustificazione esplicita e un'analisi di sensibilità. La logica delle proiezioni è concentrarsi sui settori i cui ricavi costituiscono una parte rilevante del PIL italiano ma risultano scarsamente rappresentati nella Borsa Italiana (cfr. Tabella 7). Questi settori costituiscono spesso il cuore della peculiare struttura dell'economia reale italiana, punti di eccellenza in cui l'Italia è leader (come design, macchinari, moda, alimentare, robotica). In effetti, l'Italia è la seconda potenza manifatturiera in Europa e l'ottavo esportatore al mondo. Inoltre, concentrarsi sui nostri "magnifici sette" (macchinari, moda, alimentare, farmaceutica, design, ICT e automotive) è un percorso ideale per individuare nuove quotazioni di società.

2. IL PERCORSO VERSO 1000 SOCIETÀ: COMPOSIZIONE E FATTIBILITÀ

2.1 QUADRO QUANTITATIVO

L'espansione da 398 a 1000 società quotate richiede l'aggiunta di 602 nuove quotazioni, pari a un aumento del 151%. Per stimare la composizione plausibile di queste nuove quotazioni, adottiamo una metodologia in tre fasi:

Fase 1: identificare il bacino di potenziali candidati analizzando le società italiane non quotate con caratteristiche simili a quelle delle società già quotate (dimensione, crescita, redditività, intensità di capitale).

Fase 2: applicare vincoli settoriali sulla base di caratteristiche strutturali che influenzano la propensione alla quotazione (intensità di capitale, economie di scala, intensità di attività immateriali, contesto regolamentare).

Fase 3: stimare tassi di penetrazione realistici per settore, basandosi su confronti tra Paesi della propensione alla quotazione in mercati europei comparabili.

2.2 SCOMPOSIZIONE SETTORIALE DELLE NUOVE QUOTAZIONI

L'espansione da 398 a 1000 società quotate richiede l'aggiunta di 602 nuove quotazioni, pari a un aumento del 151% del numero complessivo di entità negoziate pubblicamente su Borsa Italiana. Questa crescita significativa non è distribuita uniformemente tra i settori; al contrario, riflette un ribilanciamento strategico volto a correggere gli squilibri settoriali esistenti, sfruttare i vantaggi competitivi dell'Italia e allineare la struttura del mercato azionario alla composizione dell'economia italiana nel suo complesso. La Tabella 18 presenta la distribuzione settoriale prevista delle nuove quotazioni, evidenziando una marcata eterogeneità sia nel numero assoluto di nuove aggiunte sia nei tassi di crescita relativi tra i settori.

L'espansione più marcata si registra nel settore **Industrials**, per il quale si prevede l'aggiunta di 161 nuove quotazioni rispetto all'attuale base di 95 società, per un totale di 256 imprese industriali quotate e un incremento del 169%. Questa crescita significativa riflette la profonda tradizione industriale dell'Italia e la presenza di numerose imprese manifatturiere di medie dimensioni, in particolare nei comparti aerospazio e difesa, manifattura avanzata, ingegneria di precisione e produzione di macchinari e attrezzature industriali. La capitalizzazione di mercato media di 900 milioni di euro per le nuove quotazioni industriali suggerisce un focus su società consolidate, mature dal punto di vista operativo, con modelli di business comprovati e flussi di cassa stabili. In effetti, è la categoria più rappresentata tra le società quotate italiane con ricavi superiori a 1 miliardo di euro. Il contributo previsto del settore, pari a 145 miliardi di euro di nuova capitalizzazione di mercato, rappresenta la singola aggiunta settoriale più consistente, sottolineando il ruolo centrale che le imprese industriali svolgono nell'economia italiana e il significativo potenziale inesplorato di partecipazione ai mercati pubblici tra i produttori manifatturieri a controllo privato.

Il settore **Consumer Discretionary**, che include società produttrici di beni e servizi non essenziali quali automobili, beni di lusso, *retail*, tempo libero e intrattenimento, e beni durevoli di consumo, dovrebbe aggiungere 107 nuove quotazioni rispetto all'attuale base di 97 società, raggiungendo un totale di 204 entità quotate e registrando un incremento del 110%. La leadership globale dell'Italia nei beni di lusso, nella produzione automobilistica e nei brand di consumo offre un solido bacino di potenziali quotazioni in questa categoria. Con una capitalizzazione di mercato media di 650 milioni di euro, queste nuove quotazioni dovrebbero contribuire con 70 miliardi di euro di valore di mercato, rafforzando ulteriormente la posizione dell'Italia come destinazione di riferimento per gli investimenti azionari orientati ai consumatori.

Il settore **Technology**, che attualmente comprende 44 società quotate, dovrebbe aggiungere 89 nuove quotazioni per raggiungere un totale di 133 imprese tecnologiche, pari a un incremento del 202%. Sebbene ciò rappresenti un aumento assoluto rilevante, l'incremento percentuale relativamente contenuto riflette la già adeguata rappresentatività del settore nell'attuale struttura di mercato. La capitalizzazione di mercato media di 850 milioni di euro per le nuove quotazioni nel settore Technology riflette la natura ad alta intensità di capitale dello sviluppo tecnologico e le valutazioni premium tipicamente attribuite alle società di software, semiconduttori, servizi IT e piattaforme digitali. Il contributo previsto del settore, pari a 76 miliardi di euro di nuova capitalizzazione di mercato, rafforza la posizione dell'Italia nel panorama tecnologico europeo.

Il settore **Consumer Staples**, che comprende le società che producono beni essenziali, tra cui alimentari e bevande, prodotti per la casa, articoli per la cura della persona e tabacco, dovrebbe espandersi da 16 a 112 società con l'aggiunta di 96 nuove quotazioni, pari a un incremento del 600%. Questa crescita significativa colma l'attuale sottorappresentazione dei produttori alimentari, delle società di bevande e dei produttori di beni di consumo confezionati nei mercati pubblici. La capitalizzazione di mercato media di 600 milioni di euro per le nuove quotazioni nel segmento Consumer Staples riflette la natura stabile e generatrice di cassa di queste attività; la nuova capitalizzazione di mercato complessiva del settore, pari a 57,6 miliardi di euro, offre agli investitori un accesso più ampio a un'esposizione azionaria difensiva.

Il settore **Healthcare** dovrebbe aggiungere 50 nuove quotazioni rispetto all'attuale base di 20 società, per un totale di 70 entità sanitarie quotate e un incremento del 250%. Questa espansione riflette la solidità dell'industria farmaceutica italiana, il crescente settore delle biotecnologie e l'ampliamento dei mercati dei dispositivi medici e dei servizi healthcare. La capitalizzazione di mercato media di 1.100 milioni di euro per le nuove quotazioni nel settore Healthcare suggerisce un focus su società farmaceutiche consolidate, imprese biotecnologiche mature e produttori specializzati di dispositivi medici, con la nuova capitalizzazione di mercato complessiva del settore pari a 55,0 miliardi di euro che amplia significativamente l'accesso degli investitori all'innovazione in ambito Healthcare e alle opportunità di

crescita trainate dalla demografia.

Il settore **Basic Materials**, che comprende società attive in attività estrattive, chimica, materiali da costruzione, metalli e attività mineraria e prodotti forestali, dovrebbe espandersi da 13 a 58 società quotate con l'aggiunta di 45 nuove quotazioni, pari a un incremento del 346%. Questa crescita significativa riflette sia l'attuale sottorappresentazione delle società dei materiali nei mercati pubblici sia l'importanza strategica di garantire capacità produttiva interna di materiali critici e fattori di produzione nel settore edile. La capitalizzazione di mercato media di 550 milioni di euro per le nuove quotazioni nel settore Basic Materials suggerisce un focus su produttori e trasformatori di medie dimensioni, con la nuova capitalizzazione di mercato complessiva del settore pari a 25 miliardi di euro che conferisce una profondità significativa a questo segmento di mercato attualmente esiguo.

Il settore **Financials**, che attualmente comprende 53 società quotate (13,3% del mercato esistente), dovrebbe aggiungere soltanto 16 nuove quotazioni, raggiungendo un totale di 69 istituzioni finanziarie e registrando un incremento del 30%, il più basso tasso di crescita relativo tra tutti i settori. Questa espansione contenuta riflette la già adeguata rappresentatività del settore nell'attuale struttura di mercato, le elevate barriere regolamentari all'ingresso nel settore bancario e assicurativo e la tendenza al consolidamento, più che alla proliferazione, nei servizi finanziari. La capitalizzazione di mercato media di 1.700 milioni di euro per le nuove quotazioni nel settore finanziario (la seconda più elevata dopo il settore Energy) riflette la natura ad alta intensità di capitale delle attività bancarie e assicurative e le consistenti basi di capitale proprio richieste per la conformità regolamentare. Nonostante il numero relativamente contenuto di nuove aggiunte, la nuova capitalizzazione di mercato complessiva del settore, pari a 27,0 miliardi di euro, rappresenta un contributo assoluto significativo, con nuove quotazioni probabilmente concentrate tra banche regionali, finanziatori specializzati, gestori patrimoniali e compagnie assicurative.

Il settore **Telecommunication** registra un incremento del 180%, espandendosi da 10 a 28 società quotate con l'aggiunta di 18 nuove quotazioni. Questa crescita relativa significativa colma l'attuale sottorappresentazione dei fornitori di infrastrutture di telecomunicazione, degli operatori di rete mobile e delle società di servizi di comunicazione digitale. La capitalizzazione di mercato media di 800 milioni di euro per le nuove quotazioni nel settore Telecommunication riflette l'intensità competitiva e i requisiti di capitale del settore, con la nuova capitalizzazione di mercato complessiva del settore pari a 14,4 miliardi di euro che offre agli investitori un accesso più ampio alle infrastrutture digitali e ai servizi di connettività.

Il settore **Real Estate** raddoppia, con proiezioni che indicano un aumento da 13 a 27 società quotate con l'aggiunta di 14 nuove quotazioni, pari a un tasso di crescita del 108%. Questa espansione straordinaria colma una significativa sottorappresentazione strutturale nell'attuale composizione di mercato, in cui le società immobiliari costituiscono solo il 3,3% delle entità quotate, nonostante la rilevante importanza economica del settore. La proliferazione di Real Estate Investment Trusts (REIT) e di società immobiliari specializzate, focalizzate su immobili commerciali, sviluppo residenziale, strutture logistiche e asset alberghieri, offre un naturale bacino di potenziali quotazioni. Con una capitalizzazione di mercato media di 800 milioni di euro, queste nuove quotazioni dovrebbero contribuire con 11,2 miliardi di euro di valore di mercato complessivo, offrendo agli investitori una maggiore esposizione ai mercati immobiliari italiani e garantendo agli sviluppatori immobiliari un migliore accesso al capitale per la crescita.

Il settore **Utilities** dovrebbe espandersi da 20 a 23 società quotate con l'aggiunta di 3 nuove quotazioni, pari a un incremento del 15%. Questa espansione moderata riflette la natura ad alta intensità di capitale del settore, la complessità regolamentare e la presenza di grandi operatori storici consolidati che dominano la generazione di energia elettrica, la distribuzione di gas naturale, i servizi idrici e le infrastrutture per le energie rinnovabili. La capitalizzazione di mercato media di 1.700 milioni di euro per le nuove quotazioni nel settore Utilities (al pari del settore finanziario) riflette le consistenti basi di asset e i flussi di cassa stabili caratteristici delle attività ad alta intensità infrastrutturale. La nuova capitalizzazione di mercato complessiva del settore, pari a 5,1 miliardi di euro, offre agli investitori un accesso più ampio ai servizi essenziali e alle opportunità legate alla transizione energetica, sebbene il numero relativamente contenuto di nuove aggiunte suggerisca un margine limitato per una trasformazione significativa della struttura di mercato.

Il settore **Energy**, che comprende l'esplorazione e produzione di petrolio e gas, la raffinazione e commercializzazione e i servizi per i giacimenti petroliferi, dovrebbe aggiungere 3 nuove quotazioni rispetto all'attuale base di 17 società, raggiungendo un totale di 20 imprese energetiche e registrando un

incremento del 18%. Questa espansione moderata riflette sia la matura struttura di mercato del settore sia la transizione energetica in corso, che sta rimodellando le priorità di investimento. La capitalizzazione di mercato media di 1.800 milioni di euro per le nuove quotazioni nel settore Energy suggerisce un focus su società di esplorazione e produzione di medie dimensioni, fornitori di servizi specializzati e, potenzialmente, sviluppatori di energia rinnovabile. La nuova capitalizzazione di mercato complessiva del settore, pari a 5,4 miliardi di euro, rappresenta un contributo relativamente contenuto.

Nel complesso, si prevede che le 602 nuove quotazioni contribuiranno con una capitalizzazione di mercato complessiva di 489 miliardi di euro. Questa scomposizione settoriale rivela una strategia deliberata volta a colmare gli squilibri esistenti, con l'espansione più marcata nei settori attualmente sottorappresentati (**Industrials, Consumer Staples, Basic Materials e Healthcare**), mantenendo invece una crescita più contenuta nei settori già ben rappresentati (**Financials, Utilities ed Energy**). La struttura di mercato risultante offrirebbe una diversificazione settoriale significativamente maggiore, un migliore allineamento con la composizione dell'economia reale italiana e una maggiore profondità in tutte le principali categorie industriali.

TABELLA 18: DISTRIBUZIONE SETTORIALE PREVISTA DELLE NUOVE QUOTAZIONI

Settore	Quotazioni attuali	Nuove quotazioni nette (previste)	Quotazioni future totali	% incremento	Capitalizzazione di mercato media (mln €)	Nuova capitalizzazione di mercato totale (mld €)
Industrials	95	161	256	169%	900,00 €	144,90 €
Consumer Discretionary	97	107	204	110%	650,00 €	69,55 €
Technology	44	89	133	202%	850,00 €	75,65 €
Consumer Staples	16	96	112	600%	600,00 €	57,60 €
Healthcare	20	50	70	250%	1.100,00 €	55,00 €
Basic Materials	13	45	58	346%	550,00 €	24,75 €
Financials	53	16	69	30%	1.700,00 €	27,20 €
Telecommunication	10	18	28	180%	800,00 €	14,40 €
Real Estate	13	14	27	108%	800,00 €	11,20 €
Utilities	20	3	23	15%	1.700,00 €	5,10 €
Energy	17	3	20	18%	1.800,00 €	5,40 €
Totale	398	602	1.000	151%	-	489,0 €

Fonte: proiezioni degli autori

2.3 DISTRIBUZIONE DIMENSIONALE DELLE NUOVE QUOTAZIONI NETTE

Le 602 nuove quotazioni previste presenterebbero una distribuzione dimensionale sbilanciata verso le grandi imprese (ricavi superiori a 250 milioni di euro). Ai fini di questo studio, consideriamo il numero di nuove quotazioni al netto del numero di *delisting*.

TABELLA 19: DISTRIBUZIONE DIMENSIONALE PREVISTA DELLE 602 NUOVE QUOTAZIONI NETTE

Categoria dimensionale	Numero di nuove quotazioni nette	% di nuove quotazioni nette	Capitalizzazione di mercato media (mln €)	Capitalizzazione di mercato totale (mld €)
Micro (< 50 mln €)	41	6,8%	45 €	1,8 €
Piccole (50 - 100 mln €)	62	10,3%	85 €	5,3 €
Medie (100 - 250 mln €)	186	30,9%	257 €	47,8 €
Grandi (250 mln € - 1 mld €)	250	41,5%	990 €	247,5 €
Grandissime (> 1 mld €)	63	10,5%	2.962 €	186,6 €
Totale	602	100%	-	489,0 €

Fonte: proiezioni degli autori

Questa distribuzione aumenterebbe in misura sostanziale la rappresentatività delle società grandi e grandissime (complessivamente il 52% delle nuove quotazioni), pur includendo ancora un numero significativo di società di piccole e medie dimensioni, che contribuirebbero a circa il 41% delle nuove quotazioni. Come Finaldi Russo et al. (2020) sottolineano, la quotazione di un numero elevato di piccole società private difficilmente porterà a grandi incrementi della capitalizzazione di mercato. Pertanto, spostiamo l'attenzione su società più grandi. Puntiamo alla quotazione di 313 società con ricavi superiori a 250 milioni di euro, rivolgendoci in particolare alle 1.743 società, di cui 1.682 non quotate, i cui ricavi sono compresi tra 250 milioni di euro e 1 miliardo di euro, e alle 597 società, di cui 520 non quotate, i cui ricavi sono superiori a 1 miliardo di euro. Le società di maggiori dimensioni hanno incentivi a quotarsi, poiché l'accesso al capitale pubblico può fornire loro i mezzi necessari per finanziare una crescita strutturale che altrimenti potrebbe essere difficile da ottenere. Il rischio risiede nel fatto che, se non adeguatamente supportate a livello locale, le società più grandi cercheranno di quotarsi su altre borse, più solide.

Inoltre, affrontiamo deliberatamente il fenomeno del “*missing middle*”, puntando a un incremento del 443% delle quotazioni delle società di medie dimensioni. Le imprese di medie dimensioni sembrano incontrare maggiori ostacoli nel crescere di scala e nel consolidarsi. Negli ultimi 20 anni, poche società (rispetto agli altri gruppi di ricavi) si sono quotate e la maggior parte ha abbandonato il mercato pubblico. Sono ora in atto iniziative per contrastare il fenomeno (ad es. requisiti semplificati per le società più piccole) e il modello presuppone che i piani saranno in grado di affrontare parte del problema.

La distribuzione dimensionale complessiva di 1000 quotazioni totali (398 attuali + 602 nuove quotazioni nette) sarebbe la seguente:

TABELLA 20: DISTRIBUZIONE DIMENSIONALE DI 1000 QUOTAZIONI TOTALI (ATTUALI + PREVISTE)

Categoria dimensionale	Attuali	Nuove	Totale
Micro (< 50 mln €)	165	41	206
Piccole (50 - 100 mln €)	53	62	115
Medie (100 - 250 mln €)	42	186	228
Grandi (250 mln € - 1 mld €)	61	250	311
Grandissime (> 1 mld €)	77	63	140
Totale	398	602	1.000

Fonte: proiezioni degli autori

Questa distribuzione rafforzerebbe in modo sostanziale il segmento superiore del mercato azionario italiano, con un'espansione trainata principalmente dalle società quotate di grandi e grandissime dimensioni. In particolare, il numero di grandi imprese (ricavi compresi tra 250 milioni di euro e 1 miliardo di euro) aumenterebbe da 61 a 311 quotazioni, mentre le grandissime imprese (ricavi superiori a 1 miliardo di euro) salirebbero da 77 a 140 quotazioni. Nel complesso, queste due categorie rappresenterebbero 451 delle 1000 società quotate previste, pari, in termini di numero di società, al 45% del mercato totale, ma a circa il 90% in termini di valore di mercato. Questo cambiamento rafforzerebbe in modo significativo la profondità, la liquidità e l'attrattività del mercato azionario italiano, poiché le società di maggiori dimensioni tendono a rappresentare la quota prevalente della capitalizzazione di mercato, dei volumi di scambio, della copertura da parte degli analisti e della partecipazione degli investitori internazionali. Allo stesso tempo, l'espansione preserverebbe la rappresentanza tra le categorie di società di dimensioni minori, garantendo un ecosistema di mercato ampio che copre l'intero spettro delle imprese. Nel complesso, la struttura prospettica orienterebbe il mercato azionario italiano verso una configurazione più scalabile e competitiva a livello internazionale, capace di sostenere sia la formazione di capitale domestico sia una maggiore integrazione con i mercati finanziari globali. Inoltre, la capitalizzazione di mercato complessiva, attualmente pari a circa 1.075 miliardi di euro, è prevista aumentare di circa 489 miliardi di euro, raggiungendo 1.564 miliardi di euro.

3. RAGGIUNGERE UN RAPPORTO TRA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO E PIL PARI AL 100%: LA SFIDA DELLE VALUTAZIONI

3.1 IL DIVARIO DELLA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO

Nel 2025, la capitalizzazione del mercato azionario italiano rappresenta solo il 47% del PIL nazionale, pari a 2.258 miliardi di euro. Raggiungere un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari al 100% richiede una capitalizzazione di mercato complessiva pari a 2.258 miliardi di euro, con un aumento di 1.183 miliardi di euro, pari al 110%.

Le 602 nuove quotazioni previste nella Sezione 2 aggiungerebbero circa 489 miliardi di euro di capitalizzazione di mercato, colmando circa il 41% del gap. I restanti 620 miliardi di euro (circa il 59% del gap) devono provenire dalla crescita organica delle società già quotate e dall'espansione delle valutazioni.

3.2 FONTI DI CRESCITA DELLA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO

Il raggiungimento dell'obiettivo del 100% richiede contributi provenienti da tre fonti:

FONTE 1: CRESCITA ORGANICA DELLE SOCIETÀ GIÀ QUOTATE E RIVALUTAZIONE DEI MULTIPLI (564 MILIARDI DI EURO, 47% DEL GAP)

Le società già quotate continuerebbero a crescere attraverso tre canali: crescita dei ricavi, espansione dei margini ed espansione dei multipli (rivalutazione), poiché la quotazione consentirà l'accesso al capitale necessario per una crescita più sostenuta.

Le società già quotate continuerebbero a espandersi grazie a una crescita consistente dei ricavi, poiché la quotazione facilita l'accesso a finanziamenti esterni che supportano investimenti in innovazione, espansione della capacità produttiva, penetrazione dei mercati e acquisizioni strategiche. Poiché le imprese operano in un contesto di mercato pubblico più liquido e competitivo, si prevede che possano beneficiare di strutture di governance più solide, di una maggiore disciplina manageriale e di una maggiore visibilità presso clienti e partner commerciali. Come evidenziato dai dati empirici presentati nella Sezione 4 del Capitolo 1, questi meccanismi possono accelerare l'espansione commerciale migliorando la capacità delle imprese di attrarre clienti, entrare in nuovi mercati e scalare le operazioni. Inoltre, le imprese di maggiori dimensioni e quotate spesso beneficiano di vantaggi reputazionali e di reti distributive più ampie, che rafforzano le opportunità di crescita. Di conseguenza, ci si attende che i ricavi aumentino in modo costante nel periodo di proiezione, riflettendo sia l'espansione organica sia le maggiori opportunità di crescita associate all'accesso al mercato pubblico.

Man mano che le società maturano in un contesto di quotazione più liquido e competitivo, si prevede che possano beneficiare di una maggiore disciplina operativa, di un'allocazione del capitale più efficiente e dei vantaggi di costo che accompagnano l'aumento di scala. È importante sottolineare che, in queste condizioni, la redditività tende a crescere a un ritmo più rapido rispetto ai ricavi, poiché i costi fissi vengono ripartiti su una base di ricavi più ampia e gli incentivi del management (rafforzati dal monitoraggio del mercato pubblico) favoriscono incrementi di efficienza. Questa dinamica implica che la crescita degli utili e, per estensione, della capitalizzazione di mercato dovrebbe superare la crescita dei ricavi nel periodo di proiezione.

Inoltre, con il miglioramento della liquidità di mercato, l'ampliamento della copertura da parte degli analisti e l'aumento della partecipazione degli investitori internazionali, le società italiane quotate dovrebbero registrare un'espansione dei multipli verso le medie europee. In primo luogo, ci attendiamo una riduzione dello sconto per illiquidità al crescere della profondità del mercato, con conseguente espansione diretta dei multipli. Inoltre, gli attuali rapporti prezzo/utili delle società quotate italiane sono in media pari a circa 14x rispetto a 16-18x per società francesi e svedesi comparabili, innescando una rivalutazione al rialzo

delle azioni quotate e aumentando così la capitalizzazione complessiva della Borsa italiana.

Storicamente, la crescita della capitalizzazione di mercato delle società quotate italiane è stata in media pari a circa l'8,9% annuo (nel periodo 2015-2025). Pertanto, si otterrebbe una crescita composta del 134% nell'arco di 10 anni. Adottando un approccio prudentiale, abbiamo ipotizzato una crescita del 4,8% annuo nell'arco del periodo di espansione decennale.

La crescita dei ricavi e la rivalutazione dei multipli, congiuntamente, contribuirebbero per circa 564 miliardi di euro, pari a circa il 47% dell'attuale gap di capitalizzazione di mercato.

Fonte 2: Nuove quotazioni nette (489 miliardi di euro, 41% del gap)

Come dettagliato nella Sezione 2.3, 602 nuove quotazioni nette contribuirebbero per 489 miliardi di euro. Ciò presuppone: nuove quotazioni di società grandissime (63 società) con una media di 2.962 milioni di euro: 186,6 miliardi di euro; nuove quotazioni di grandi società (250 società) con una media di 990 milioni di euro: 247,5 miliardi di euro; nuove quotazioni di medie società (186 società) con una media di 257 milioni di euro: 47,8 miliardi di euro; nuove quotazioni di piccole società (62 società) con una media di 85 milioni di euro: 5,3 miliardi di euro; nuove quotazioni di micro società (41 società) con una media di 45 milioni di euro: 1,8 miliardi di euro.

Le categorie grandissime e grandi dominano (89% della capitalizzazione di mercato delle nuove quotazioni), evidenziando che il raggiungimento dell'obiettivo di capitalizzazione di mercato richiede la quotazione di società che generano ricavi significativi, mentre non sarebbe raggiunto aumentando solo il numero di quotazioni di società di medie dimensioni.

Fonte 3: Crescita delle nuove quotazioni nette e rivalutazione dei multipli (151 miliardi di euro, 12% del gap)

Analogamente, su un orizzonte temporale di 10 anni, si prevede che il contributo delle nuove quotazioni nette alla capitalizzazione di mercato complessiva della Borsa italiana aumenti progressivamente, trainato dai ricavi organici e dalla crescita del mercato delle attività sottostanti delle nuove società quotate, nonché dall'espansione dei multipli e dai benefici incrementali associati allo status di società quotata. Considerando un decimo delle quotazioni nette all'anno e un tasso prudentiale di crescita della capitalizzazione di mercato del 4,8%, si prevede che questa componente contribuisca per 151 miliardi di euro. I canali che determinano la crescita sono gli stessi spiegati nella fonte 1.

TABELLA 21: FONTI DI CRESCITA DELLA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO

Fonte	Importo (mld €)	% del gap	% del totale
Crescita delle società già quotate e rivalutazione dei multipli	564	47%	25%
Nuove quotazioni nette	489	41%	21%
Crescita delle nuove quotazioni nette e rivalutazione dei multipli	151	12%	7%
Crescita complessiva	1.204	-	53%
Capitalizzazione di mercato attuale	1.075	-	47%
Capitalizzazione di mercato target	2.279	-	100%

Fonte: proiezioni degli autori

4. BENEFICI ECONOMICI DELL'ESPANSIONE DEL MERCATO

4.1 MAGGIORE EFFICIENZA NELL'ALLOCAZIONE DEL CAPITALE

L'espansione del mercato azionario da 398 a 1000 società genererebbe miglioramenti sostanziali nell'efficienza dell'allocazione del capitale in tutta l'economia italiana. Nelle condizioni attuali, l'allocazione del capitale avviene principalmente attraverso tre canali: il credito bancario, con un totale di 1.600 miliardi di euro di prestiti alle imprese concentrati nel *real estate* e nei grandi prenditori *corporate*; gli utili trattenuti, tramite i quali le imprese finanziano la crescita soprattutto attraverso i flussi di cassa interni; e il *private equity*, che fornisce annualmente da 15 a 20 miliardi di euro, concentrandosi su operazioni di *buyout* di società mature. Questo meccanismo di allocazione esistente soffre di inefficienze sistematiche che limitano la crescita economica e la produttività.

I mercati azionari pubblici assicurano un'allocazione del capitale superiore attraverso molteplici meccanismi complementari che affrontano i limiti del finanziamento incentrato sulle banche. Il primo meccanismo riguarda una maggiore copertura settoriale, poiché l'attuale credito bancario si concentra in settori ad alta intensità di attivi, tra cui *real estate*, manifatturiero e *utilities*, in cui le garanzie tangibili facilitano la valutazione del merito creditizio e la gestione del rischio. I settori dei servizi, le società tecnologiche e le imprese in crescita con attività prevalentemente immateriali faticano ad accedere al finanziamento bancario, poiché i criteri tradizionali di concessione del credito enfatizzano il valore delle garanzie più che le prospettive di crescita o le capacità immateriali. I mercati azionari non richiedono garanzie e possono finanziare in modo efficiente imprese ad alta intensità di *asset* immateriali sulla base del potenziale di crescita e del posizionamento competitivo, anziché della copertura patrimoniale.

I dati empirici dimostrano la natura restrittiva dei vincoli di capitale per le imprese operanti in questi settori non adeguatamente serviti. Le società dei settori *technology* e dei servizi che completano con successo una quotazione in un mercato pubblico registrano una crescita media dei ricavi del 15-20% nei tre anni successivi alla quotazione, rispetto al 5-8% di società comparabili non quotate. Questo rilevante differenziale di crescita indica che, prima della quotazione, i vincoli di capitale erano vincolanti e che l'accesso a capitale di rischio pubblico ha consentito a tali società di cogliere opportunità di crescita che in precedenza non erano realizzabili. L'impatto economico aggregato dell'allentamento di questi vincoli di capitale va oltre le singole imprese e abbraccia un più ampio dinamismo settoriale e l'innovazione.

Il secondo meccanismo attraverso cui i mercati azionari pubblici migliorano l'efficienza dell'allocazione del capitale riguarda la formazione dei prezzi e l'aggregazione delle informazioni. I mercati azionari pubblici aggregano informazioni disperse sulle prospettive delle società attraverso la negoziazione continua e la formazione dei prezzi, per cui migliaia di investitori, con set informativi e prospettive di analisi diversificati, contribuiscono ai prezzi di mercato. I prezzi azionari forniscono quindi segnali in tempo reale su quali società stanno creando valore e quali lo stanno distruggendo, orientando i flussi di capitale verso opportunità a elevato rendimento e lontano da attività a basso rendimento. Questa funzione di aggregazione delle informazioni si rivela particolarmente preziosa in contesti dinamici caratterizzati da rapido cambiamento tecnologico, evoluzione delle preferenze dei consumatori o mutamenti del panorama competitivo.

I dati empirici supportano i benefici, in termini di allocazione del capitale, della partecipazione al mercato azionario. I settori con una maggiore rappresentanza nel mercato azionario, misurata dalla capitalizzazione di mercato in percentuale del valore aggiunto settoriale, mostrano una crescita annua della produttività superiore dell'1,5-2,0% rispetto ai settori con una rappresentanza inferiore. Questo differenziale di produttività, documentato da Wurgler (2000) e confermato da ricerche successive, riflette una migliore allocazione del capitale, per cui le imprese ad alta produttività ricevono afflussi di capitale sproporzionati mentre le imprese a bassa produttività affrontano vincoli di capitale. L'effetto cumulato di questa allocazione differenziale del capitale genera nel tempo rilevanti guadagni di produttività aggregata.

Il terzo meccanismo consiste nel disciplinare il management con performance insufficienti attraverso molteplici canali insiti nella partecipazione ai mercati pubblici. I cali del prezzo delle azioni che minacciano la permanenza in carica del management creano forti incentivi al miglioramento delle performance. Gli

investitori attivisti che richiedono cambiamenti strategici esercitano una pressione esterna e offrono prospettive alternative che possono superare l'inerzia organizzativa o interessi radicati. Le minacce di acquisizione da parte di potenziali acquirenti che mirano a sbloccare valore attraverso cambiamenti nel management o una riallocazione strategica creano l'accountability ultima per una performance persistentemente insufficiente. Le società private affrontano meccanismi di disciplina sostanzialmente più deboli, poiché la concentrazione proprietaria e il limitato monitoraggio esterno riducono le pressioni di accountability.

I dati empirici dimostrano i benefici, in termini di governance, della partecipazione ai mercati pubblici. Le società quotate italiane mostrano una produttività totale dei fattori superiore dell'8-12% rispetto a società non quotate comparabili, riflettendo in parte miglioramenti di governance e la disciplina del management derivanti dallo scrutinio dei mercati pubblici. Questo vantaggio di produttività persiste anche controllando per dimensione aziendale, settore e altre caratteristiche osservabili, indicando che lo status di società quotata di per sé genera miglioramenti delle performance attraverso meccanismi più efficaci di governance e accountability.

L'impatto quantificato del miglioramento dell'efficienza dell'allocazione del capitale derivante dall'espansione del mercato risulta rilevante. Se le 602 nuove quotazioni conseguono guadagni medi di produttività del 10%, una stima prudente rispetto al vantaggio dell'8-12% osservato per le società già quotate, e tali società generano complessivamente 300 miliardi di euro di ricavi annui, il miglioramento della produttività aggiungerebbe 30 miliardi di euro all'anno al prodotto nazionale. Ciò rappresenta l'1,4% del PIL, un contributo significativo alla performance economica complessiva. Su un orizzonte decennale, i guadagni cumulati si avvicinerebbero a 300 miliardi di euro in valore attuale, tenendo conto del valore temporale del denaro e della graduale realizzazione dei miglioramenti di produttività. È probabile che queste stime sottostimino i benefici complessivi, poiché escludono gli effetti di *spillover* su fornitori, clienti e concorrenti che potrebbero adottare pratiche superiori in risposta alla pressione competitiva esercitata da società quotate più produttive.

4.2 MAGGIORE CRESCITA DELL'OCCUPAZIONE E CREAZIONE DI POSTI DI LAVORO

Le società quotate mostrano tassi di crescita dell'occupazione sostanzialmente più elevati rispetto alle società non quotate, generando rilevanti benefici in termini di creazione di posti di lavoro dall'espansione del mercato. Come documentato nella Sezione 2.3, le società quotate italiane aumentano l'occupazione del 3,8% annuo, rispetto all'1,2% delle società non quotate, con un vantaggio del 2,6%. Questo differenziale nella crescita dell'occupazione riflette molteplici fattori, tra cui un migliore accesso a capitale per la crescita che consente l'espansione dell'attività, una maggiore scala operativa che sostiene la diversificazione geografica e di prodotto, capacità manageriali rafforzate che migliorano l'efficacia dell'esecuzione e un posizionamento competitivo più solido che consente guadagni di quota di mercato.

L'impatto quantificato di questo differenziale nella crescita dell'occupazione risulta rilevante se applicato alla scala dell'espansione del mercato considerata. Le 602 nuove quotazioni impiegherebbero complessivamente, in via iniziale, circa 1,2-1,5 milioni di lavoratori, ipotizzando un'occupazione media di 2.000-2.500 dipendenti per società, coerente con imprese nella fascia di ricavi compresa tra 100 milioni e 1 miliardo di euro. Se queste società aumentassero l'occupazione al tasso delle società quotate, pari al 3,8% annuo, anziché al tasso delle non quotate, pari all'1,2%, il differenziale del 2,6% si tradurrebbe in una significativa creazione cumulata di posti di lavoro nel tempo.

Nel primo anno successivo all'espansione del mercato, il differenziale nella crescita dell'occupazione genererebbe ulteriori 31.000-39.000 posti di lavoro rispetto a quanto si verificherebbe in assenza della quotazione su un mercato pubblico. Entro il quinto anno, la creazione cumulata aggiuntiva di posti di lavoro raggiungerebbe 170.000-215.000 posizioni, riflettendo l'effetto di capitalizzazione di tassi di crescita più elevati e sostenuti. Entro il decimo anno, la creazione cumulata aggiuntiva di posti di lavoro ammonterebbe a 380.000-475.000 posizioni, rappresentando un contributo significativo alla crescita dell'occupazione aggregata e alla performance del mercato del lavoro.

Il valore economico di questa maggiore creazione di posti di lavoro va oltre i benefici diretti sull'occupazione, includendo più ampi impatti fiscali e sociali. A un salario annuo medio di 35.000 euro, inclusi i benefit, l'impatto occupazionale cumulato su dieci anni rappresenta 13-17 miliardi di euro

di reddito da lavoro aggiuntivo. Questo reddito da lavoro genera 3-4 miliardi di euro di entrate fiscali aggiuntive, a un'aliquota media del 25%, compensando parzialmente i costi fiscali degli interventi di policy a sostegno dell'espansione del mercato. Oltre a questi benefici fiscali diretti, una maggiore crescita dell'occupazione riduce i costi sociali associati alla disoccupazione, inclusi i programmi di sostegno al reddito, l'assistenza sociale e i costi psicologici e sociali della mancanza di lavoro. Anche la distribuzione geografica e demografica della creazione di posti di lavoro merita attenzione, poiché le società quotate offrono tipicamente occupazione di qualità più elevata, con maggiore stabilità, migliore remunerazione e maggiori opportunità di sviluppo di carriera rispetto al lavoro informale o precario.



4.3 AUMENTO DELLA PRODUTTIVITÀ E DELLA COMPETITIVITÀ INTERNAZIONALE

Le società quotate mostrano una produttività del lavoro sostanzialmente più elevata rispetto alle società non quotate, riflettendo una maggiore intensità di capitale, l'adozione di tecnologia, economie di scala e pratiche manageriali superiori. Le società quotate italiane registrano ricavi per dipendente pari a 387.000 euro, rispetto ai 312.000 euro delle società non quotate, a fronte di un premio di produttività compreso tra il 17 e il 24%. Questo vantaggio di produttività riflette molteplici fattori sottostanti che distinguono le società quotate da quelle non quotate.

La maggiore intensità di capitale delle società quotate, resa possibile da un migliore accesso al capitale azionario per investimenti in attività produttive, accresce direttamente la produttività del lavoro attraverso il *capital deepening*. L'adozione di tecnologia procede più rapidamente nelle società quotate, poiché sia le risorse finanziarie sia le pressioni competitive spingono gli investimenti in tecnologie in grado di accrescere la produttività. Le economie di scala, conseguite più agevolmente dalle società quotate grazie ai loro tassi di crescita superiori e all'accesso a capitale per l'espansione, riducono i costi unitari e accrescono la produttività. Le pratiche manageriali nelle società quotate beneficiano di capacità di gestione professionale, monitoraggio esterno e accountability, nonché dell'esposizione alle *best practice* attraverso i membri del consiglio di amministrazione, investitori e consulenti con esperienze diversificate.

L'impatto quantificato di questo differenziale di produttività risulta rilevante se applicato alla base occupazionale delle società di nuova quotazione. Se le 602 nuove quotazioni raggiungono il livello di produttività delle società quotate pari a 387.000 euro per dipendente, rispetto ai 312.000 euro delle società non quotate, il premio di produttività di 75.000 euro per dipendente, applicato a 1,2-1,5 milioni di dipendenti, genera un guadagno annuo di produttività pari a 90-113 miliardi di euro di ricavi aggiuntivi. Ciò rappresenta il 4,7-5,9% del PIL attuale, un contributo trasformativo alla performance economica complessiva.

Il guadagno di produttività si traduce direttamente in un miglioramento della competitività internazionale, poiché una produttività più elevata consente alle imprese italiane di competere su qualità e innovazione, e non solo sul costo. Questo posizionamento competitivo risulta particolarmente prezioso nei prodotti

e servizi ad alto valore aggiunto, in cui le imprese italiane possono valorizzare capacità di design, artigianalità e forza del brand. I dati empirici mostrano questo vantaggio competitivo, poiché le società manifatturiere quotate italiane esportano in media il 48% dei ricavi, rispetto al 32% dei produttori non quotati. Inoltre, le società quotate realizzano prezzi all'export superiori del 15%, a parità di categoria di prodotto, indicando una qualità superiore e una maggiore forza del brand, che consentono di applicare prezzi premium sui mercati internazionali.

I benefici in termini di competitività internazionale si estendono oltre la performance delle singole imprese, includendo impatti economici più ampi a livello settoriale e nazionale. Una migliore performance delle esportazioni migliora la bilancia commerciale e riduce la vulnerabilità esterna. La capacità di praticare prezzi premium sui mercati internazionali consente di catturare maggior valore dalle capacità produttive e dalla proprietà intellettuale italiane. L'effetto dimostrativo di società quotate di successo e competitive a livello internazionale incoraggia l'emulazione e innalza gli standard di performance in tutta l'economia. L'effetto cumulato di questi meccanismi posiziona l'Italia più favorevolmente nelle catene globali del valore e rafforza la resilienza economica di lungo periodo.

4.4 MAGGIORE RESILIENZA ECONOMICA E FONTI DI FINANZIAMENTO DIVERSIFICATE

L'espansione della partecipazione al mercato azionario ridurrebbe in misura significativa la dipendenza delle imprese italiane dal credito bancario, rafforzando la resilienza economica durante crisi finanziarie o contrazioni del credito. La natura problematica della dipendenza dalle banche è emersa chiaramente durante la crisi finanziaria del 2008-2012, quando il credito bancario si è contratto bruscamente e le imprese dipendenti dalle banche hanno affrontato severi vincoli di finanziamento. Durante tale periodo di crisi, le imprese con accesso ai mercati azionari pubblici hanno mantenuto investimenti e occupazione in misura sostanzialmente migliore rispetto alle imprese dipendenti dalle banche, dimostrando i benefici in termini di resilienza derivanti da fonti di finanziamento diversificate.

L'analisi empirica del periodo di crisi 2008-2012 quantifica questi benefici in termini di resilienza. Nel periodo, le società quotate italiane hanno ridotto l'occupazione in media dell'8%, mentre società non quotate comparabili l'hanno ridotta del 18%, con una differenza del 10% in termini di resilienza dell'occupazione. I pattern di investimento hanno evidenziato differenziali ancora più marcati, con le società quotate che hanno ridotto gli investimenti del 22% rispetto al 41% delle società non quotate, una differenza del 19%. Questi ampi differenziali riflettono la capacità delle società quotate di accedere a capitale azionario anche durante contrazioni del credito, mantenere la fiducia degli investitori attraverso una comunicazione trasparente e adeguare in modo flessibile la struttura del capitale in risposta al mutare delle condizioni.

L'impatto quantificato della maggiore resilienza derivante dall'espansione del mercato risulta rilevante se proiettato su uno scenario di crisi futura. Se si verificasse una crisi futura di entità simile a quella del 2008-2012, disporre di 1000 società quotate che impiegano 3-3,5 milioni di lavoratori, anziché 398 società che impiegano 2,8 milioni di lavoratori, determinerebbe 400.000-500.000 perdite di posti di lavoro in meno durante la crisi. Le riduzioni degli investimenti sarebbero inferiori di 40-60 miliardi di euro, preservando la capacità produttiva e consentendo una ripresa più rapida dopo la crisi. La capacità produttiva preservata risulta particolarmente preziosa per la ripresa post-crisi, poiché le imprese che mantengono la propria forza lavoro e il proprio stock di capitale possono rispondere più rapidamente alla ripresa della domanda rispetto alle imprese che devono ricostruire le proprie capacità a partire da una base ridotta.

Oltre a questi benefici diretti di mitigazione della crisi, fonti di finanziamento diversificate rafforzano la stabilità economica continuativa riducendo la vulnerabilità sistemica ai problemi del settore bancario. La concentrazione del finanziamento delle imprese nel settore bancario crea un rischio sistemico, poiché le difficoltà del settore bancario si trasmettono rapidamente all'economia reale attraverso la contrazione del credito. Una combinazione di finanziamento più equilibrata, che incorpori una partecipazione significativa al mercato azionario, riduce questo meccanismo di trasmissione e rafforza la stabilità economica complessiva. La conseguente riduzione della volatilità economica genera benefici di *welfare* attraverso una minore incertezza, orizzonti di pianificazione più lunghi e un'allocazione più efficiente delle risorse.

4.5 RAFFORZAMENTO DEL RISPARMIO E DELL'ACCUMULAZIONE DI RICCHEZZA

L'espansione della partecipazione al mercato azionario offrirebbe alle famiglie italiane opportunità sostanzialmente migliori di accumulazione di ricchezza nel lungo periodo, affrontando l'inadeguatezza degli attuali strumenti di risparmio in termini di sicurezza previdenziale e costruzione della ricchezza intergenerazionale. I dati storici dimostrano i rendimenti superiori di lungo periodo degli investimenti azionari rispetto ai tradizionali strumenti di risparmio delle famiglie italiane. Nel periodo 1990-2024, le azioni italiane hanno generato rendimenti annui dell'8-10%, rispetto al 3-4% dei titoli di Stato e all'1-2% dei depositi bancari. Questo ampio differenziale di rendimento si amplifica in modo esponenziale su orizzonti di investimento lunghi, generando differenze trasformative nella ricchezza accumulata.

L'impatto quantificato dello spostamento del risparmio delle famiglie verso investimenti azionari risulta rilevante su orizzonti pluridecennali. Se le famiglie italiane spostano 200 miliardi di euro dai depositi bancari, che attualmente ammontano a 1.400 miliardi di euro, verso investimenti azionari nell'arco di un periodo di transizione di dieci anni, e tali investimenti conseguono rendimenti annui superiori del 6%, riflettendo il differenziale storico tra rendimenti azionari dell'8% e rendimenti dei depositi del 2%, l'accumulazione di ricchezza aggiuntiva sarebbe significativa. Entro il decimo anno, le famiglie accumulerebbero 80 miliardi di euro di ricchezza aggiuntiva rispetto al mantenimento dei depositi. Entro il ventesimo anno, l'accumulazione di ricchezza aggiuntiva raggiungerebbe 280 miliardi di euro. Entro il trentesimo anno, il beneficio cumulato ammonterebbe a 634 miliardi di euro di ricchezza aggiuntiva delle famiglie.

Questa maggiore accumulazione di ricchezza genererebbe molteplici benefici economici e sociali che vanno oltre i guadagni finanziari diretti per le famiglie partecipanti. Una migliore sicurezza previdenziale riduce la dipendenza dai sistemi pensionistici pubblici, attenuando le pressioni fiscali derivanti dall'invecchiamento demografico. Un incremento della ricchezza delle famiglie fornisce capitale per l'imprenditorialità, poiché le famiglie possono attingere ai risparmi accumulati per finanziare iniziative imprenditoriali o sostenere le attività imprenditoriali dei familiari. Una maggiore capacità di consumo dovuta agli effetti ricchezza sostiene la domanda aggregata e la crescita economica. La trasmissione intergenerazionale della ricchezza consente alle famiglie di investire in istruzione, abitazione e altre opportunità per le generazioni più giovani.

Le implicazioni distributive di una maggiore partecipazione al mercato azionario meritano un'attenta considerazione. Storicamente, la partecipazione al mercato azionario si è concentrata tra le famiglie a reddito e ricchezza più elevati, potenzialmente esacerbando la disuguaglianza patrimoniale. La definizione delle politiche deve pertanto incorporare meccanismi per ampliare la partecipazione lungo la distribuzione di reddito e ricchezza, includendo strumenti di risparmio agevolati fiscalmente accessibili alle famiglie a reddito medio, programmi di alfabetizzazione finanziaria che raggiungano le popolazioni meno servite e piattaforme di investimento a basso costo che riducano le barriere all'ingresso. Il programma dei Piani Individuali di Risparmio, con la sua focalizzazione sulle azioni italiane a piccola e media capitalizzazione e i suoi vantaggi fiscali per livelli di contribuzione contenuti, esemplifica una definizione delle politiche che promuove una partecipazione ampia sostenendo al contempo lo sviluppo del mercato azionario domestico.

CAPITOLO 3

EFFETTI MACROECONOMICI DELLA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO

ABSTRACT

Dopo aver stabilito che 1000 società quotate genererebbero un rapporto capitalizzazione di mercato/PIL pari al 100%, passiamo ora agli effetti macroeconomici di tale trasformazione. Per stimare tali impatti, esaminiamo la relazione empirica tra sviluppo del mercato azionario e tre principali risultati macroeconomici: crescita del PIL reale, riduzione della disoccupazione e crescita del gettito fiscale reale. La nostra analisi utilizza un panel non bilanciato di 20 economie avanzate osservate annualmente dal 1990 al 2024. Il quadro empirico si basa su regressioni OLS *pooled*, in cui tutte le variabili indipendenti sono ritardate di un anno per mitigare i timori relativi alla causalità inversa.

I risultati rivelano un'associazione positiva e statisticamente significativa tra il rapporto capitalizzazione di mercato/PIL e sia la crescita del PIL che il gettito fiscale reale, insieme a un'associazione negativa con l'aumento della disoccupazione. Al contrario, il *turnover ratio* delle azioni negoziate, che riflette la liquidità di mercato a breve termine più che la formazione di capitale a lungo termine, mostra un'associazione negativa con la crescita del PIL e con il gettito fiscale in tutte le sotto-finestre considerate. Questi risultati si dimostrano validi in tre specificazioni alternative del modello e nelle analisi per sotto-periodi quinquennali e decennali, con una notevole eccezione: il periodo 2010-2019, durante il quale la politica monetaria non convenzionale sembra aver indebolito la relazione tradizionale tra mercati azionari e crescita. Nel complesso, i dati sono coerenti con le teorie dello sviluppo finanziario basate sull'allocazione del capitale, sulla *corporate governance* e sul *signaling* di informazioni, suggerendo che mercati azionari più profondi facilitano un'allocazione più efficiente delle risorse, migliorano la supervisione societaria e rafforzano i meccanismi di formazione dei prezzi che sostengono una crescita economica sostenibile.

1. INTRODUZIONE E MOTIVAZIONE DELLA RICERCA

La relazione tra sviluppo dei mercati finanziari e performance dell'economia reale occupa da tempo una posizione centrale nella ricerca macroeconomica, a partire dall'argomentazione di Schumpeter (1911) secondo cui un sistema finanziario ben funzionante è un motore fondamentale dello sviluppo economico sostenuto, piuttosto che un suo riflesso passivo. I successivi contributi empirici hanno formalizzato e verificato questa tesi. King e Levine (1993) mostrano che la profondità finanziaria iniziale predice la successiva crescita di lungo periodo, mentre Levine e Zervos (1996) documentano che lo sviluppo del mercato azionario, misurato tramite la capitalizzazione di mercato e indicatori di liquidità, è positivamente associato alla crescita di lungo periodo anche dopo aver considerato lo sviluppo del settore bancario e le covariate macroeconomiche standard. Beck, Levine e Loayza (2000) estendono questa linea di ricerca utilizzando metodologie di panel dinamico e forniscono evidenza coerente con un effetto causale dello sviluppo finanziario sulla crescita. Nel complesso, questa letteratura implica che gli assetti istituzionali e regolamentari che governano dimensione, struttura e funzionamento dei mercati dei capitali hanno ampie implicazioni macroeconomiche.

Questo studio si basa su questa tradizione empirica e la estende lungo tre dimensioni. In primo luogo, amplia la copertura temporale al periodo 1990-2024, includendo così molteplici regimi macroeconomici, tra cui gli anni Novanta espansivi, la crisi finanziaria globale e la successiva crisi del debito sovrano, l'era della politica monetaria non convenzionale e l'aggiustamento inflazionistico post-pandemico. Valutare la relazione finanza-crescita attraverso questi regimi distinti fornisce una prova rigorosa della sua stabilità strutturale. In secondo luogo, l'analisi va oltre la crescita del prodotto aggregato per esaminare le dinamiche del mercato del lavoro e la crescita del gettito fiscale reale, cogliendo così dimensioni macroeconomiche e fiscali più ampie dello sviluppo del mercato azionario. Questo approccio è coerente con Wurgler (2000), che sottolinea il ruolo dell'efficienza del mercato dei capitali nel plasmare l'allocazione degli investimenti e, in ultima analisi, la performance dell'economia reale. In terzo luogo, lo studio implementa analisi per sotto-periodi quinquennali e decennali per valutare se le relazioni stimate siano stabili nel tempo o concentrate in specifici contesti macroeconomici.

L'analisi empirica è condotta su un panel non bilanciato composto da 20 economie avanzate, che fornisce fino a 700 osservazioni Paese-anno. I dati provengono dai *World Development Indicators* della Banca Mondiale e dal dataset Barro-Lee (2013) sul livello di istruzione. Vengono considerate tre specificazioni di modello, denominate Set A, B e C, che differiscono nella scelta dei controlli di sviluppo e nella misurazione della disoccupazione. In tutte le specificazioni, le variabili indipendenti vengono inserite con un ritardo di un periodo al fine di mitigare i timori legati a simultaneità e causalità inversa.

2. DATI E METODOLOGIA

2.1 COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE

Il dataset è strutturato come un panel non bilanciato di 20 economie avanzate osservate annualmente dal 1990 al 2024, per un massimo di 700 osservazioni Paese-anno. Le economie sono le seguenti: Australia, Austria, Belgio, Canada, Svizzera, Germania, Danimarca, Spagna, Finlandia, Francia, Regno Unito, Grecia, Islanda, Irlanda, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Norvegia, Svezia e Stati Uniti. Limitare il campione alle economie avanzate assicura comparabilità istituzionale; tra le caratteristiche comuni figurano sistemi giuridici consolidati, obblighi di informativa finanziaria e istituzioni del mercato del lavoro ampiamente comparabili, riducendo il rischio che la variazione tra Paesi rifletta un'incomparabilità istituzionale. La Tabella A1 in Appendice fornisce statistiche descrittive complete.

2.2 DEFINIZIONE DELLE VARIABILI

VARIABILI DIPENDENTI

Sono impiegate tre variabili dipendenti: (i) tasso di crescita del PIL reale; (ii) tasso di crescita della disoccupazione (specificazione principale, Set A) o livello di disoccupazione (Set B): il Set A utilizza la variazione percentuale anno su anno del tasso di disoccupazione totale modellizzato ILO, cogliendo le dinamiche del mercato del lavoro; il Set B utilizza il tasso in livelli per verificare se lo sviluppo del mercato azionario sia associato a una disoccupazione strutturalmente più bassa; (iii) tasso di crescita del gettito fiscale reale: crescita nominale delle entrate fiscali totali in valuta locale al netto dell'inflazione CPI, ottenendo così la crescita reale delle risorse fiscali. Questa variabile, meno comune in letteratura rispetto alle prime due, è motivata dall'osservazione di Cecchetti e Kharroubi (2012) secondo cui gli effetti reali dello sviluppo finanziario sull'economia possono operare in parte attraverso canali fiscali.

VARIABILI INDIPENDENTI, PROXY DEL MERCATO AZIONARIO

Le due principali proxy di sviluppo del mercato seguono Levine e Zervos (1996). (i) Capitalizzazione di mercato delle società domestiche quotate (% del PIL): riflette l'ampiezza e la profondità del mercato azionario, misurando il valore di mercato aggregato delle azioni quotate rispetto alla produzione nazionale. (ii) Azioni negoziate, *turnover ratio* delle azioni domestiche (%): valore totale delle azioni scambiate diviso per la capitalizzazione di mercato media, riflettendo l'intensità degli scambi e la liquidità di mercato. La teoria, sviluppata nella Sezione 8, prevede effetti potenzialmente opposti di queste due proxy sui risultati reali.

VARIABILI DI CONTROLLO

Sono inclusi quattro controlli. (i) Log del PIL pro capite (Set A, B) o tasso di crescita del PIL pro capite (Set C): controlla gli effetti di convergenza del livello di reddito secondo Islam (1995) e Mankiw, Romer e Weil (1992). (ii) Credito domestico al settore privato (% del PIL): proxy standard della profondità del settore bancario, seguendo King e Levine (1993), che ci consente di isolare gli effetti del mercato azionario da quelli del canale bancario. (iii) Anni medi di scolarizzazione Barro-Lee (età 25–29): i dati Barro e Lee (2013) sono disponibili ogni cinque anni e sono interpolati linearmente per generare una serie annuale. Questa coorte è scelta perché rappresenta il bacino dei nuovi entranti nel mercato del lavoro il cui capitale umano incide più direttamente sulla crescita della produttività nel breve periodo, come sostenuto da Card (1999). Tutte le variabili indipendenti sono ritardate di un periodo.

2.3 SPECIFICAZIONE ECONOMETRICA

La specificazione di base è una regressione OLS pooled applicata al panel aggregato:

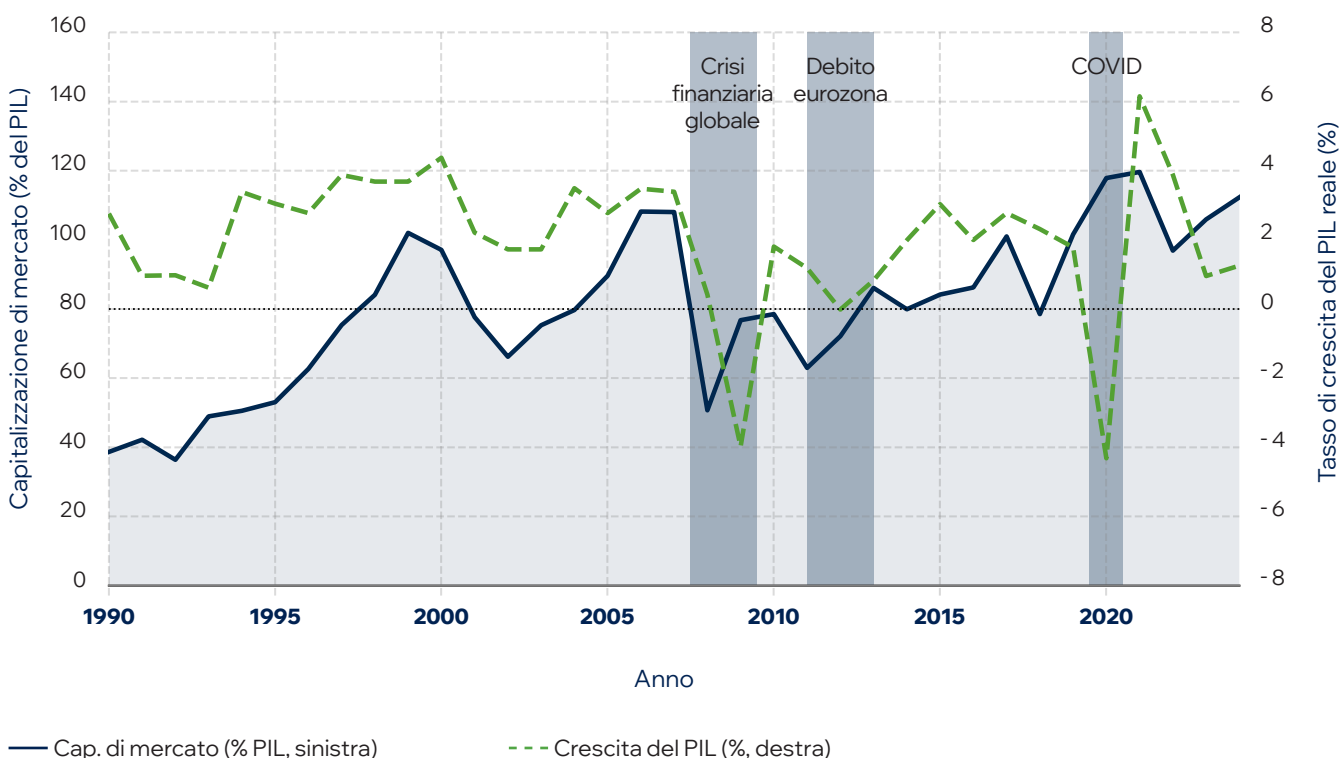
$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{MktCap}_{i,t-1} + \beta_2 \cdot \text{Turnover}_{i,t-1} + \beta_3 \cdot \text{LogGDPpc}_{i,t-1} + \beta_4 \cdot \text{BL}_{i,t-1} + \beta_5 \cdot \text{Credit}_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

L'OLS *pooled* utilizza sia le variazioni nel tempo all'interno di ciascun Paese sia le differenze tra Paesi, ma non controlla l'eterogeneità specifica del Paese che rimane costante nel tempo. Coerentemente con la letteratura sullo sviluppo finanziario (Beck e Levine, 2001), le stime a effetti fissi nell'analisi *benchmark* confermano in larga misura i risultati dell'OLS *pooled*. Occorre tenere conto di altre due precisazioni metodologiche. In primo luogo, l'endogeneità: le variabili ritardate aiutano a stabilire la tempistica delle relazioni, ma non affrontano pienamente la causalità inversa, poiché le aspettative di crescita futura possono influenzare sia le valutazioni di mercato correnti sia i successivi risultati reali. In secondo luogo, la multicollinearità: numeri di condizionamento compresi tra 6,27 e 6,39 indicano una collinearità moderata tra i regressori, gonfiando gli errori standard e riducendo la precisione nella stima dei singoli coefficienti, come documentato da Greene (2012).

3. RISULTATI DI BASE, INTERO PERIODO 1990–2024

La Figura 12 fornisce una panoramica visiva preliminare del co-movimento tra la capitalizzazione di mercato media del campione e la crescita del PIL reale dal 1990 al 2024. Emergono diversi aspetti: l'aumento secolare della capitalizzazione media di mercato da circa il 40% del PIL nel 1990 a un picco superiore al 100% nel 1999–2000 e nuovamente nel 2021, il forte co-movimento con la crescita del PIL negli anni '90 e a metà anni 2000, e il visibile disaccoppiamento nel periodo 2010–2019 di *quantitative easing*, quando le capitalizzazioni di mercato sono aumentate ma la crescita del PIL è rimasta contenuta.

FIGURA 12: CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO MEDIA DEL CAMPIONE E CRESCITA DEL PIL REALE, 1990-2024 (20 ECONOMIE AVANZATE; AREE COMUNI: CRISI FINANZIARIA GLOBALE, CRISI DEL DEBITO NELL'EUROZONA, COVID-19)



La Figura 13 conferma questa relazione a livello di osservazione: la regressione OLS bivariata della crescita del PIL sulla capitalizzazione di mercato ritardata di un periodo produce una pendenza statisticamente significativa ($\beta = 0,0076$), con una correlazione di Pearson pari a $r = 0,16$. Essa stabilisce che la relazione positiva tra mercato e crescita non è un artefatto delle variabili di controllo.

FIGURA 13: ASSOCIAZIONE INCONDIZIONATA: CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (T-1) E CRESCITA DEL PIL (OLS BIVARIATA; 20 ECONOMIE AVANZATE, 1990-2024).

Ogni punto rappresenta un'osservazione Paese-anno. La linea continua è l'adattamento OLS bivariato; le osservazioni estreme con tassi di crescita superiori a $\pm 20\%$ o capitalizzazione di mercato superiore al 280% del PIL sono state escluse per migliorare la chiarezza visiva.



La Tabella 22 presenta le stime OLS multivariate complete per le tre regressioni nella specificazione di base (Set A). Le dimensioni effettive del campione sono 394 osservazioni per la crescita del PIL, 394 per la crescita della disoccupazione e 353 per la crescita del gettito fiscale reale.

**TABELLA 22: RISULTATI DELLE REGRESSIONI OLS DI BASE, SET A,
INTERO PERIODO 1990-2024 (20 ECONOMIE AVANZATE)**

Variabile indipendente	Reg. 1 Crescita del PIL	Reg. 2 Aumento della disocc.	Reg. 3 Crescita del gettito fiscale
Capitalizzazione di mercato (% PIL), t-1	0,0178***	-0,0365*	0,0393***
Turnover ratio delle azioni negoziate, t-1	-0,0133***	0,0277*	-0,0225***
Log del PIL pro capite, t-1	0,293	4.130	-1.290
Anni di scolarizzazione Barro-Lee, t-1	0,358*	-3.660***	1.928***
Credito domestico (% PIL), t-1	-0,0162***	0,0698***	-0,0437***
Costante	-4.327	-4.870	-4.883
Osservazioni	394	394	353
R²	0,171	0,049	0,076
R² corretto	0,161	0,037	0,063
Statistica F	16,06***	4.040**	5.726***
Osservazioni	394	394	353

*Nota: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$. Tutte le variabili indipendenti sono ritardate di un periodo (t-1). I coefficienti significativi sono indicati in rosso scuro. I numeri di condizionamento compresi tra 6,27 e 6,39 indicano una multicollinearità moderata.*

3.1 MODELLO 1, CRESCITA DEL PIL

La regressione della crescita del PIL raggiunge un R^2 di 0,171 e una statistica F di 16,06 ($p < 0,001$). Il modesto R^2 è atteso: la crescita annua del PIL in una specificazione *pooled* che copre quattro regimi macroeconomici è intrinsecamente difficile da spiegare con un modello parsimonioso. Il coefficiente della capitalizzazione di mercato è 0,0178 ($p < 0,01$), il che implica che un aumento di 10 punti percentuali del rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL dell'anno precedente è associato a circa 0,18 p.p. di crescita aggiuntiva del PIL, a parità delle altre variabili. Data una capitalizzazione di mercato media del campione pari al 77,6% (deviazione standard 52,7 p.p.), ciò è significativo sia dal punto di vista statistico sia da quello economico, in linea con le stime di benchmark di Beck e Levine (2001). L'effetto positivo opera attraverso il canale di allocazione del capitale individuato da Wurgler (2000): mercati azionari più profondi indirizzano gli investimenti verso impieghi a più alto rendimento, aumentando la produttività totale e la crescita del PIL.

Il coefficiente del *turnover ratio* è -0,0133 ($p < 0,01$). A parità di capitalizzazione di mercato, una maggiore intensità degli scambi è associata a una minore crescita successiva del PIL. Come discusso nella Sezione 8, ciò è coerente con l'ipotesi del rumore speculativo di Shiller (1981) e con il meccanismo di indebolimento della governance di Stiglitz (1989): i mercati ad alto *turnover* possono presentare una maggiore presenza di negoziazioni guidate dal rumore e un monitoraggio più debole da parte degli azionisti, attenuando i benefici in termini di allocazione del capitale legati alla profondità finanziaria.

La variabile di scolarizzazione Barro–Lee è positiva e marginalmente significativa (0,358, $p = 0,068$), in linea con il nesso tra capitale umano e crescita di Card (1999) e con le equazioni salariali di Mincer: forze lavoro più istruite generano una maggiore crescita della produttività. Il credito privato domestico è negativo e altamente significativo (-0,0162, $p < 0,01$), in linea con l'ipotesi del “*too much finance*” di Arcand, Berkes e Panizza (2012) e di Cecchetti e Kharroubi (2012): per Paesi che hanno già un'elevata penetrazione del settore bancario, come tutte le 20 economie, l'espansione marginale del credito è associata a una cattiva allocazione del capitale, a fragilità dei bilanci o allo spiazzamento del finanziamento tramite capitale proprio, piuttosto che a investimenti produttivi.

3.2 MODELLO 2, AUMENTO DELLA DISOCCUPAZIONE

La regressione della disoccupazione presenta un R^2 di 0,049, riflettendo la ben nota difficoltà di prevedere la disoccupazione sulla sola base di variabili finanziarie. Le dinamiche della disoccupazione dipendono fortemente da fattori istituzionali, dalla legislazione a tutela dell'occupazione, dalla rigidità salariale, dalla densità sindacale, che sono in larga misura invarianti nel tempo all'interno dei Paesi e pertanto assenti dai regressori variabili nel tempo nella specificazione *pooled*. Il coefficiente della capitalizzazione di mercato è -0,0365 ($p < 0,10$), indicando che mercati azionari più profondi sono associati a una minore crescita successiva della disoccupazione, in linea con il canale della domanda di lavoro: un minore costo del capitale proprio facilita gli investimenti e le assunzioni da parte delle imprese. La significatività marginale suggerisce che l'effetto è modesto e principalmente indiretto, operando attraverso il canale della crescita del PIL.

Il risultato più sorprendente è il coefficiente Barro–Lee: -3,660 ($p < 0,01$). Un aumento di un anno della scolarizzazione media per la coorte 25–29 è associato a circa 3,7 p.p. in meno di crescita annua della disoccupazione, l'effetto più ampio e stimato con maggiore precisione nella tabella di regressione. Ciò conferma il risultato di Card (1999) secondo cui l'istruzione è il principale fattore di protezione contro la disoccupazione, in particolare la disoccupazione strutturale derivante da disallineamenti di competenze, un problema che è stato acuto in diverse economie europee nel periodo 2010–2013 (Blanchard e Summers, 1986). Il risultato ha implicazioni dirette per le politiche del mercato del lavoro e sottolinea l'importanza degli investimenti in istruzione come stabilizzatore del mercato del lavoro.

Il credito privato domestico è positivo e significativo (0,0698, $p < 0,01$): le economie con un'elevata bancarizzazione sperimentano una maggiore volatilità della disoccupazione, in linea con quanto documentato da Reinhart e Rogoff (2009), secondo cui alle crisi del ciclo del credito seguono aumenti della disoccupazione prolungati. I Paesi che all'inizio del 2008 presentavano elevati rapporti tra credito e PIL (Irlanda, Spagna, Paesi Bassi) hanno sperimentato deterioramenti del mercato del lavoro molto più marcati rispetto a quelli con settori bancari più moderati.

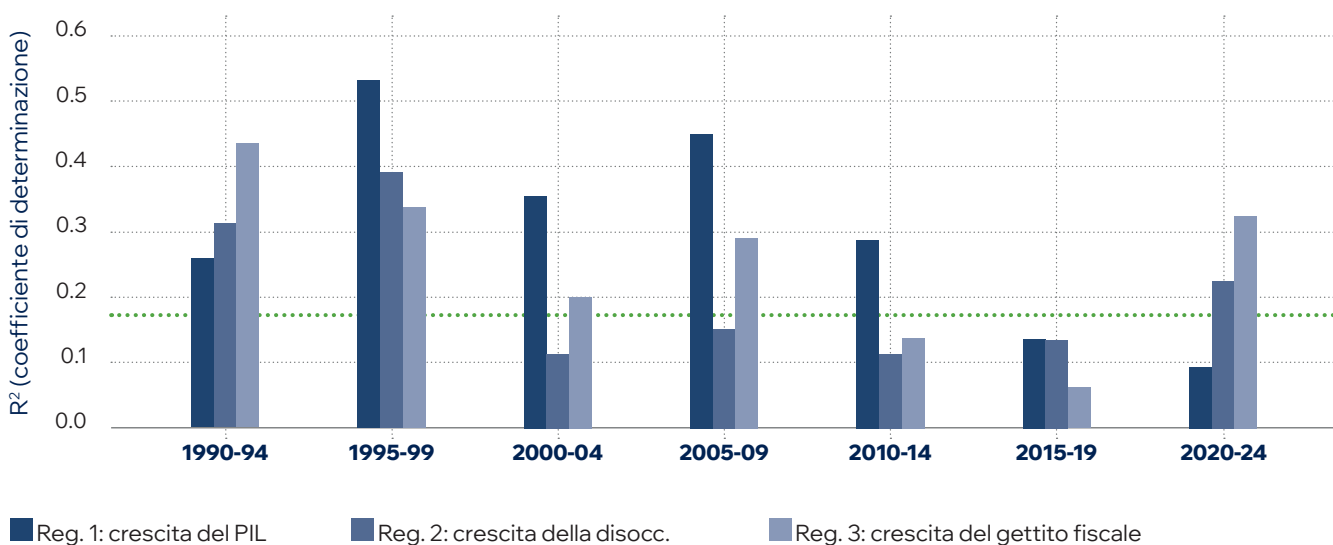
3.3 MODELLO 3, CRESCITA DEL GETTITO FISCALE REALE

La regressione del gettito fiscale restituisce $R^2 = 0,076$ e $F = 5,726$ ($p < 0,001$). Il coefficiente della capitalizzazione di mercato è $0,0393$ ($p < 0,01$) - il più ampio e quello identificato con maggiore precisione tra gli effetti del mercato azionario nella tabella di base. Questa associazione positiva opera attraverso tre canali: (i) il reddito e la crescita del prodotto generati da mercati azionari più profondi ampliano la base imponibile delle imposte sui redditi e sugli utili; (ii) le transazioni di mercato generano entrate fiscali dirette attraverso le imposte su plusvalenze e dividendi; (iii) i requisiti di trasparenza imposti alle società quotate riducono l'opacità fiscale rispetto alle società non quotate, come documentato da La Porta et al. (2000). Il *turnover ratio* è nuovamente negativo ($-0,0225$, $p < 0,01$): la negoziazione ad alta frequenza, di natura speculativa, genera volumi lordi di transazioni ma un valore aggiunto rilevante ai fini fiscali limitato, e può beneficiare di un trattamento fiscale più favorevole (plusvalenze di breve periodo) rispetto al reddito da lavoro. Istruzione e credito presentano i segni attesi ($1,928$ e $-0,0437$, entrambi $p < 0,01$), in linea con le regressioni 1 e 2.

4. ANALISI PER SOTTO-FINESTRE QUINQUENNALI

La Figura 14 fornisce una panoramica visiva di come il potere esplicativo (R^2) di tutte e tre le regressioni evolva lungo sette finestre quinquennali non sovrapposte. L'eterogeneità è marcata: l' R^2 per la crescita del PIL raggiunge un picco di $0,533$ nel 1995–1999 e scende a $0,094$ nel 2020–2024; per la disoccupazione, è massimo nei primi anni Novanta e durante la finestra pandemica ma è trascurabile nella finestra 2015–2019; per la crescita del gettito fiscale, la finestra 1990–1994 raggiunge l' R^2 più elevato ($0,436$) tra tutte le combinazioni regressione-finestra dell'intera analisi.

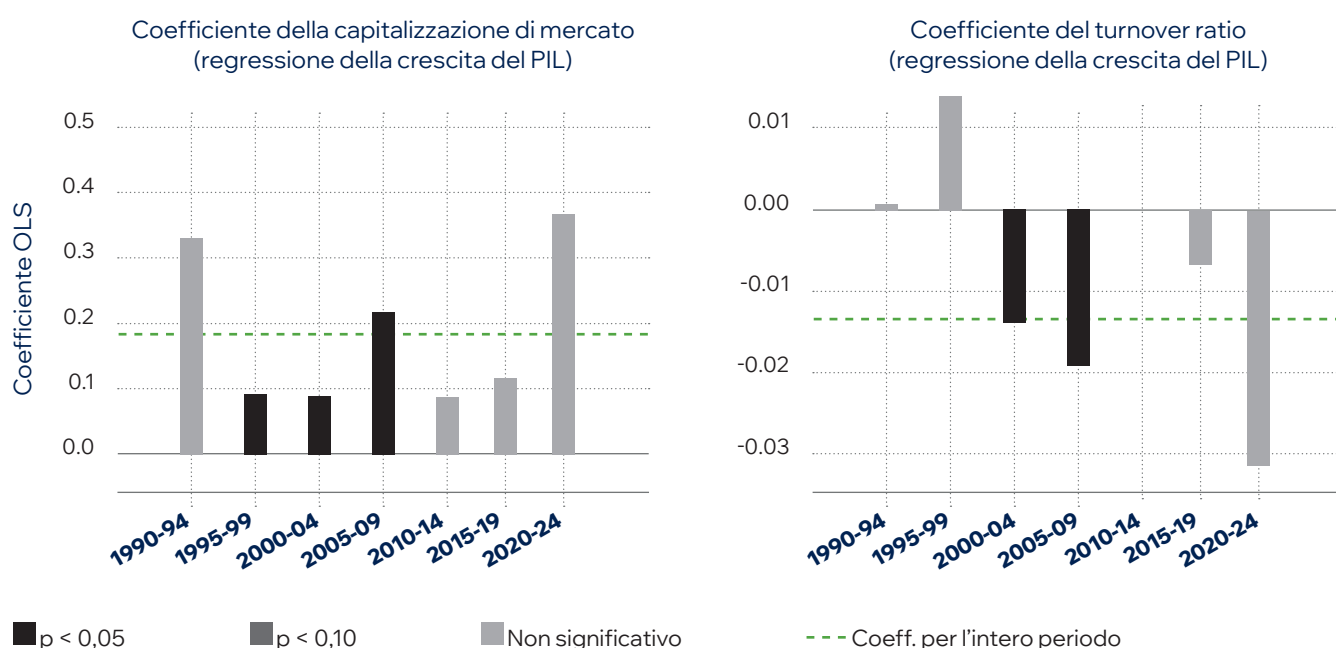
FIGURA 14: POTERE ESPLICATIVO (R^2) DELLE TRE REGRESSIONI NELLE FINESTRE QUINQUENNALI (LINEA TRATTEGGIATA: R^2 SULL'INTERO PERIODO 1990–2024 PER LA CRESCITA DEL PIL = $0,171$).



R^2 delle tre regressioni OLS lungo sette sotto-finestre quinquennali (1990–2024). La linea orizzontale tratteggiata indica l' R^2 sull'intero periodo 1990–2024 per la regressione della crescita del PIL ($0,171$).

La Figura 15 scompone ulteriormente questo quadro tracciando i coefficienti della capitalizzazione di mercato e del *turnover ratio* nella regressione della crescita del PIL lungo tutte le finestre quinquennali, con l'intensità del colore a indicare la significatività statistica. Il pattern chiave è inequivocabile: entrambi i coefficienti sono stimati con maggiore precisione e presentano la maggiore ampiezza in valore assoluto nelle finestre 2000–2004 e 2005–2009, e perdono significatività nel 2010–2014 e nel 2015–2019, il decennio del *quantitative easing*.

FIGURA 15: COEFFICIENTI DELLA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO E DEL TURNOVER RATIO NELLE FINESTRE QUINQUENNALI (REGRESSIONE DELLA CRESCITA DEL PIL; OSCURITÀ = SIGNIFICATIVITÀ STATISTICA).



Coefficienti OLS della capitalizzazione di mercato (pannello sinistro) e del *turnover ratio* (pannello destro) nella regressione della crescita del PIL, lungo sette sotto-finestre quinquennali. L'oscurità delle barre indica la significatività statistica: nero = $p < 0,05$, grigio scuro = $p < 0,10$, grigio chiaro = non significativo. Le linee tratteggiate mostrano i coefficienti sull'intero periodo 1990–2024.

La Tabella 23 riporta i risultati completi lungo tutte e sette le finestre quinquennali e per le tre variabili dipendenti.

TABELLA 23: RISULTATI OLS PER FINESTRE QUINQUENNALI, COEFFICIENTI DELLA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO E DEL TURNOVER RATIO (1990-2024)
OSCURITÀ = SIGNIFICATIVITÀ STATISTICA).

Periodo	Variabile dip.	N	R ²	R ² corr.	Coeff. cap. mercato	Valore p cap. mercato	Coeff. turnover	Valore p turnover
1990 1994	Crescita del PIL	32	0,260	0,117	0,0323	0,111	0,0008	0,943
	Crescita della disocc.	32	0,314	0,182	-0,1578	0,420	-0,0009	0,994
	Crescita del gettito fiscale	30	0,436	0,319	0,0558	0,321	-0,0058	0,852
1995 1999	Crescita del PIL	40	0,533	0,464	0,0093**	0,047	0,014	0,308
	Crescita della disocc.	40	0,392	0,303	-0,0935**	0,014	-0,0882	0,421
	Crescita del gettito fiscale	35	0,338	0,224	-0,0574	0,450	0,4767**	0,012
2000 2004	Crescita del PIL	73	0,355	0,307	0,0090***	0,010	-0,0140***	0,000
	Crescita della disocc.	73	0,114	0,048	0,0131	0,656	0,0547*	0,080
	Crescita del gettito fiscale	65	0,201	0,133	-0,0013	0,921	-0,0661***	0,001
2005 2009	Crescita del PIL	82	0,452	0,416	0,0212***	0,001	-0,0192***	0,000
	Crescita della disocc.	82	0,152	0,096	0,0177	0,737	0,0021	0,947
	Crescita del gettito fiscale	77	0,292	0,242	0,0497**	0,021	-0,0393***	0,003
2010 2014	Crescita del PIL	75	0,289	0,238	0,0089	0,391	-0,0002	0,973
	Crescita della disocc.	75	0,114	0,049	-0,0824	0,116	0,0013	0,966
	Crescita del gettito fiscale	70	0,137	0,070	0,0359	0,108	0,0095	0,472
2015 2019	Crescita del PIL	54	0,137	0,047	0,0117	0,519	-0,0068	0,506
	Crescita della disocc.	54	0,135	0,045	-0,0240	0,815	0,0644	0,265
	Crescita del gettito fiscale	49	0,061	-0,048	-0,0012	0,963	-0,0093	0,498
2020 2024	Crescita del PIL	38	0,094	-0,047	0,0358	0,496	-0,0313	0,477
	Crescita della disocc.	38	0,226	0,105	0,1123	0,431	-0,1560	0,194
	Crescita del gettito fiscale	27	0,324	0,163	0,1983	0,113	-0,1323	0,199

Nota: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$. Tutte le variabili indipendenti sono ritardate di un anno ($t-1$). I coefficienti in rosso scuro indicano significatività statistica. I campioni ridotti in alcune finestre riflettono vincoli di disponibilità dei dati.

4.1 GLI ANNI NOVANTA: MERCATI IN ESPANSIONE ED EFFETTI NETTI

La finestra 1990–1994 mostra un coefficiente della capitalizzazione di mercato positivo per la crescita del PIL (0,032, $p = 0,111$), non significativo ai livelli convenzionali a causa delle dimensioni ridotte del campione ($N = 32$), ma di entità paragonabile a quella di finestre successive meglio identificate. Per la crescita del gettito fiscale, l' R^2 pari a 0,436 è il più elevato dell'intera analisi quinquennale: i primi anni Novanta, caratterizzati da condizioni macroeconomiche stabili nella maggior parte delle economie avanzate e da un andamento quasi uniforme di liberalizzazione finanziaria, sono il periodo in cui il modello parsimonioso si adatta meglio.

La finestra 1995–1999 conferma l'evidenza più chiara del nesso tra mercato azionario e crescita: la capitalizzazione di mercato è positiva e significativa al 5% per la crescita del PIL (0,009, $p = 0,047$), e il modello spiega il 53,3% della varianza della crescita del PIL, di gran lunga l' R^2 più elevato per questa regressione in qualsiasi finestra. La fine degli anni Novanta rappresenta il periodo di più rapido approfondimento del mercato azionario nel campione: la capitalizzazione media di mercato è aumentata da meno del 50% a oltre il 100% del PIL nell'insieme del campione, accompagnata da una crescita sostenuta in tutte le 20 economie. Il *turnover ratio* è positivo ma non significativo per la crescita del PIL in questa finestra, suggerendo che, nel vero boom trainato dall'innovazione della fine degli anni Novanta, l'elevata attività di negoziazione era associata a investimenti produttivi piuttosto che a mera speculazione.

4.2 GLI ANNI 2000: SCOPPIO DELLA BOLLA, RIPRESA E CRISI

La finestra 2000–2004, che comprende lo scoppio della bolla dot-com e la lieve recessione del 2001, produce l'effetto negativo del *turnover* più netto: $-0,014$ per la crescita del PIL ($p < 0,001$) e $-0,066$ per la crescita del gettito fiscale ($p < 0,001$). Ciò è coerente con l'interpretazione avanzata da De Long et al. (1990), secondo cui l'attività speculativa residua del periodo post-dot-com rappresentava *noise trading* che ha depresso la crescita. Il coefficiente della capitalizzazione di mercato per la crescita del PIL rimane positivo e significativo (0,009, $p = 0,010$), indicando che anche dopo la bolla tecnologica l'ampiezza dei mercati azionari (capitalizzazione) ha continuato a sostenere la crescita, mentre l'intensità delle negoziazioni (*turnover*) non ha contribuito in tal senso.

La finestra 2005–2009, che comprende il boom pre-crisi e la recessione più grave dai tempi della Grande Depressione, produce l' R^2 più elevato per la crescita del PIL (0,452) tra tutte le finestre quinquennali, con un coefficiente della capitalizzazione di mercato positivo e significativo (0,021, $p < 0,001$). È importante sottolineare che Reinhart e Rogoff (2009) documentano che la crisi del 2008–2009 è stata principalmente una crisi bancaria e dei derivati: la capitalizzazione del mercato azionario, che aveva già raggiunto il picco ed era in calo entro il 2008, non ne è stata il fattore scatenante. I Paesi con mercati azionari più profondi nel 2005–2007 non erano necessariamente quelli che hanno registrato gli esiti peggiori nel 2008–2009.

4.3 GLI ANNI 2010: POLITICA MONETARIA E ATTENUAZIONE DEL NESSO

Le due finestre post-crisi raccontano in modo coerente una storia di attenuazione. Nel 2010–2014, il coefficiente della capitalizzazione di mercato per la crescita del PIL è positivo (0,009) ma non significativo ($p = 0,391$); nel 2015–2019, è pari a 0,012 con $p = 0,519$. Entrambe le finestre presentano un R^2 inferiore a 0,15 per la crescita del PIL.

La spiegazione più plausibile, coerente con Gagnon et al. (2011) e con la letteratura sugli acquisti di attività da parte delle banche centrali, è che il decennio di *quantitative easing* ha fortemente distorto il contenuto informativo dei prezzi azionari. Quando le banche centrali sono gli acquirenti marginali dominanti di attività finanziarie, la capitalizzazione di mercato riflette l'accomodamento monetario tanto quanto (se non in misura maggiore) la redditività sottostante delle imprese o le prospettive di crescita. In queste condizioni, il canale di *signaling* delle informazioni attraverso cui i mercati azionari normalmente supportano le decisioni di investimento risulta compromesso: i prezzi non segnalano più in modo affidabile quali settori o imprese abbiano i rendimenti attesi più elevati, attenuando il meccanismo di allocazione del capitale individuato da Wurgler (2000).

5. ANALISI PER SOTTO-FINESTRE DECENNALI

La Tabella 24 presenta l'analisi a livello decennale, aggregando quattro finestre non sovrapposte con campioni effettivi sostanzialmente più ampi (65–155 osservazioni), offrendo una maggiore potenza statistica a scapito dell'eterogeneità all'interno del decennio.

TABELLA 24: RISULTATI OLS PER FINESTRE DECENNALI, COEFFICIENTI DELLA CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO E DEL TURNOVER RATIO

Periodo	Variabile dip.	N	R ²	R ² corr.	Coeff. cap. mercato	Valore p cap. mercato	Coeff. turnover	Valore p turnover
1990 1999	Crescita del PIL	72	0,360	0,312	0,0205***	0,000	0,006	0,456
	Crescita della disocc.	72	0,299	0,246	-0,1458***	0,005	-0,0381	0,610
	Crescita del gettito fiscale	65	0,160	0,089	0,0764*	0,089	0,1101*	0,083
2000 2009	Crescita del PIL	155	0,408	0,388	0,0160***	0,000	-0,0194***	0,000
	Crescita della disocc.	155	0,080	0,049	0,0186	0,522	0,0195	0,372
	Crescita del gettito fiscale	142	0,227	0,199	0,0198	0,110	-0,0473***	0,000
2010 2019	Crescita del PIL	129	0,160	0,126	0,0111	0,244	-0,0035	0,542
	Crescita della disocc.	129	0,012	-0,028	-0,0400	0,442	0,0225	0,468
	Crescita del gettito fiscale	119	0,050	0,008	0,0119	0,443	0,0034	0,714
2020 2024	Crescita del PIL	38	0,094	-0,047	0,0358	0,496	-0,0313	0,477
	Crescita della disocc.	38	0,226	0,105	0,1123	0,431	-0,1560	0,194
	Crescita del gettito fiscale	27	0,324	0,163	0,1983	0,113	-0,1323	0,199

*Nota: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$. La finestra 2020–2024 contiene solo 27–38 osservazioni e le stime non sono affidabili. Tutte le variabili indipendenti sono ritardate di un anno.*

Il decennio 1990–1999 mostra una capitalizzazione di mercato significativa all'1% per la crescita del PIL (0,021) e significativa all'1% e negativa per la crescita della disoccupazione (-0,146), con un R^2 pari a 0,360, l'evidenza più ricca del nesso tra mercato azionario e macroeconomia nel campione. Gli anni Novanta sono stati caratterizzati da un autentico approfondimento finanziario, ondate di privatizzazioni e dall'espansione degli investitori istituzionali, condizioni in cui i meccanismi di Levine e Zervos (1996) operavano in modo più chiaro.

Il decennio 2000–2009 raggiunge il valore di R^2 più elevato per la crescita del PIL (0,408) e conferma sia un effetto significativo della capitalizzazione di mercato (0,016, $p < 0,001$) sia un effetto significativo e negativo del *turnover* (-0,019, $p < 0,001$), quest'ultimo determinato principalmente dalla sotto-finestra 2000–2004. Il decennio 2010–2019 mostra, come discusso nella Sezione 4.3, una rottura strutturale nella relazione tra mercato e crescita, coerente con l'evidenza di Gagnon et al. (2011) secondo cui il QE ha compresso i premi per il rischio e distorto la determinazione dei prezzi delle attività.

6. TEST DI ROBUSTEZZA PRE-CRISI

La Tabella 25 restringe il campione al periodo 1990–2005, antecedente sia alla crisi finanziaria globale sia all'era della politica monetaria non convenzionale, per valutare se i risultati di base siano contaminati da cambiamenti strutturali post-crisi o da condizioni monetarie straordinarie.

**TABELLA 25: REGRESSIONE DELLA CRESCITA DEL PIL:
INTERO CAMPIONE VS. SOTTOPERIODO PRE-CRISI (1990–2005)**

Variabile	Intero periodo 1990–2024	Pre-crisi 1990–2005	Interpretazione
Capitalizzazione di mercato, t–1	0,0178***	0,0115***	Positiva; più forte per l'intero periodo
Turnover ratio delle azioni, t–1	–0,0133***	–0,0086***	Negativo; coerente
Log del PIL pro capite, t–1	0,293 (n.s.)	–1.142**	Significativo solo pre-crisi
Scolarizzazione Barro–Lee, t–1	0,358*	0,833***	Molto più forte pre-crisi
Credito domestico, t–1	–0,0162***	–0,0110***	Negativo; coerente
R²	0,171	0,276	Marcatamente più elevato pre-crisi
N. osservazioni	394	163	-

*Nota: n.s. = non significativo al livello del 10%. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$. Il confronto si concentra sulla regressione della crescita del PIL. Tutte le variabili indipendenti sono ritardate di un anno.*

I risultati pre-crisi confermano e rafforzano le conclusioni principali. La capitalizzazione di mercato è positiva e altamente significativa (0,0115, $p < 0,001$) e l' R^2 pari a 0,276 è marcatamente più elevato rispetto allo 0,171 dell'intero campione, in linea con i risultati di riferimento di Beck e Levine (2001). Due variabili che nell'intero campione non erano significative qui diventano significative. Il log del PIL pro capite è negativo e significativo (–1,142, $p < 0,05$), coerentemente con l'ipotesi di convergenza condizionale di Barro (1991): a parità di capitale umano e dotazioni finanziarie, le economie più ricche crescono più lentamente. La scolarizzazione Barro–Lee è pari a 0,833 ($p < 0,001$), quasi 2,5 volte la stima sull'intero campione, suggerendo che nel periodo pre-crisi il meccanismo capitale umano–crescita di Lucas (1988) e Romer (1990) abbia operato in modo più visibile, prima di essere oscurato, nel post-crisi, dalla predominanza macroeconomica di tensioni finanziarie, austerità e politica monetaria.

7. SPECIFICAZIONI ALTERNATIVE

La Tabella 26 riporta il coefficiente della capitalizzazione di mercato e l' R^2 per ciascuna delle tre variabili dipendenti nelle tre specificazioni di modello (Set A, B e C), insieme alla variazione dell' R^2 rispetto al Set A di base. Le tre specificazioni differiscono solo per due scelte: la variabile di controllo del livello di sviluppo (log del PIL pro capite nei Set A e B vs. tasso di crescita del PIL pro capite nel Set C) e la misura della disoccupazione (tasso di crescita nei Set A e C vs. livello nel Set B).

TABELLA 26: ROBUSTEZZA: RISULTATI OLS NELLE TRE SPECIFICAZIONI DI MODELLO (1990–2024)

Variabile dipendente	β cap. mercato (t-1)	R^2	vs. Set A (R^2)
Set A, baseline		Log del PIL pro capite • Disoccupazione: tasso di crescita ($\Delta\%$)	
Crescita del PIL (%)	0,0178***	0,171	-
Crescita della disoccupazione (%)	-0,0365*	0,049	-
Crescita del gettito fiscale (%)	0,0393***	0,076	-
Set B, disoccupazione in livelli		Log del PIL pro capite • Disoccupazione: livello (%)	
Crescita del PIL (%)	0,0178***	0,171	$\approx +0,000$
Livello di disoccupazione (%)	-0,0081 ns	0,114	$\uparrow +0,065$
Crescita del gettito fiscale (%)	0,0393***	0,076	$\approx +0,000$
Set C, crescita del PIL pro capite come variabile di controllo		Tasso di crescita del PIL pro capite • Disoccupazione: tasso di crescita ($\Delta\%$)	
Crescita del PIL (%)	0,0153***	0,215	$\uparrow +0,044$
Crescita della disoccupazione (%)	-0,0195 ns	0,042	$\downarrow -0,007$
Crescita del gettito fiscale (%)	0,0285***	0,081	$\approx +0,005$

*Nota: tutte le variabili indipendenti sono ritardate di un periodo (t-1). Coefficienti significativi della capitalizzazione di mercato in rosso scuro. "vs. Set A" mostra la variazione dell' R^2 rispetto alla baseline; verde $\uparrow$ = miglioramento, rosso $\downarrow$ = peggioramento. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$. ns = non significativo.*

Due risultati spiccano in particolare. In primo luogo, i coefficienti della capitalizzazione di mercato per la crescita del PIL e la crescita del gettito fiscale sono positivi e altamente significativi in tutte e tre le specificazioni, confermando la robustezza dei risultati principali. In secondo luogo, i risultati sulla disoccupazione sono sensibili alla specificazione: il coefficiente è marginalmente significativo solo nel Set A (-0,037*); nel Set B (livello della disoccupazione) perde significatività ma l' R^2 aumenta da 0,049 a 0,114, riflettendo una maggiore variabilità trasversale della disoccupazione strutturale; anche nel Set C non è significativo. Il Set C migliora l' R^2 per la crescita del PIL a 0,215 (rispetto a 0,171 nel Set A) perché la sostituzione del log del PIL pro capite con il tasso di crescita del PIL pro capite genera un coefficiente del proprio ritardo altamente significativo, riflettendo il momentum della crescita nello spirito di Islam (1995), senza incidere in modo sostanziale sulle stime relative al mercato azionario.

8. INTERPRETAZIONE ECONOMICA

8.1 QUATTRO CANALI DAI MERCATI AZIONARI ALLA CRESCITA

L'associazione positiva tra la capitalizzazione di mercato e gli esiti reali è coerente con quattro canali teorici.

Il canale dell'allocazione del capitale (Wurgler, 2000; Beck, Levine e Loayza, 2000): un mercato azionario profondo ed efficiente dal punto di vista informativo indirizza gli investimenti verso gli impieghi a maggior valore, aumentando la produttività totale dei fattori. Questo meccanismo prevede che gli effetti della capitalizzazione di mercato siano più forti nei settori maggiormente dipendenti dal finanziamento esterno tramite capitale proprio, una previsione supportata dall'evidenza intersettoriale di Wurgler.

Il canale della *corporate governance* (Shleifer e Vishny, 1997; La Porta et al., 2000): l'obbligo di informativa, la rendicontazione trimestrale e la minaccia di scalate ostili o la pressione esercitata da azionisti attivisti disciplinano il management, limitando la costruzione di imperi e gli investimenti distruttivi di valore, migliorando l'efficienza d'impresa e la produttività complessiva.

Il canale del *signaling* di informazioni (Greenwood e Jovanovic, 1990): i prezzi azionari aggregano le informazioni private disperse degli investitori, producendo un segnale pubblico che riduce i fallimenti di coordinamento negli investimenti e facilita gli impegni di risorse su larga scala richiesti dai settori ad alta intensità di innovazione. Questo canale dipende dalla profondità del mercato: mercati poco profondi producono prezzi meno informativi.

Il canale dell'effetto ricchezza (Case, Quigley e Shiller, 2005): l'aumento delle valutazioni azionarie accresce la ricchezza finanziaria delle famiglie, stimolando la domanda di consumi e il PIL aggregato. Questo canale è più ampio negli Stati Uniti e più contenuto nelle economie dell'Europa continentale, ma ha acquisito importanza ovunque con la diffusione degli investimenti dei fondi pensione.

8.2 LA CRESCENTE RILEVANZA FISCALE DEI MERCATI AZIONARI

L'aumento del coefficiente capitalizzazione di mercato/gettito fiscale da 0,020 (2000–2009) a 0,039 (1990–2024) riflette un cambiamento strutturale nella composizione del gettito fiscale nelle economie avanzate. Con la convergenza dei rendimenti obbligazionari verso lo zero sotto l'influenza del *quantitative easing*, le plusvalenze dei portafogli azionari sono diventate la principale fonte di reddito basato su attività per le famiglie ad alto patrimonio e per gli investitori istituzionali, coerentemente con l'osservazione di Piketty (2014) sull'aumento delle quote di reddito da capitale. Di conseguenza, le imposte sulle plusvalenze, le ritenute sui dividendi e le imposte sulle transazioni in titoli hanno costituito una quota crescente delle entrate fiscali complessive. I sistemi tributari che intercettano in modo efficiente i redditi finanziari, mediante imposte sulle plusvalenze non differibili, imposte sulle transazioni ben concepite e sistemi di tassazione dei dividendi che riducono gli incentivi all'ingegneria fiscale, hanno quindi un interesse diretto nel promuovere lo sviluppo del mercato azionario.

8.3 SENSIBILITÀ

TABELLA 27: EFFETTO IMPLICITO SUGLI ESITI MACROECONOMICI ITALIANI

Estrapolazione lineare dal Set A - Baseline Italia 2025: 47% del PIL

	Conservativo	Obiettivo	Miglior scenario
	80%	100%	125%
	$\Delta +33$ pp	$\Delta +53$ pp	$\Delta +78$ pp
Crescita del PIL	+ 0,60 pp	+ 0,95 pp	+ 1,40 pp
Crescita del gettito fiscale	+ 1,30 pp	+ 2,09 pp	+ 3,07 pp
Crescita della disoccupazione	- 1,20 pp	- 1,93 pp	- 2,85 pp

Coefficienti β (Set A, Tabella 22): PIL +0,0178***. Gettito fiscale +0,0393***. Disocc. -0,0365*

La Tabella 27 riassume le implicazioni macroeconomiche stimate dell'ampliamento del mercato azionario italiano dall'attuale livello di circa il 47% del rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL verso scenari comparabili a quelli dei pari europei. Le proiezioni suggeriscono che l'aumento della profondità del mercato genererebbe miglioramenti significativi lungo le principali dimensioni macroeconomiche, con effetti via via più forti all'aumentare del rapporto di capitalizzazione da un benchmark prudenziale (80%) a uno scenario obiettivo (100%) e a un benchmark più ottimistico (125%).

Il risultato centrale è che portare l'Italia dalla posizione attuale a un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari al 100%, in linea con i mercati europei più sviluppati, sarebbe associato a un ulteriore +0,95% di crescita del PIL, +2,09% di crescita del gettito fiscale e a una riduzione della disoccupazione di circa 1,93%. Tali effetti sono interpretati come l'esito di diversi canali di trasmissione identificati nel corso del report: una migliore allocazione del capitale, meccanismi di *corporate governance* più solidi, una maggiore capacità di investimento e un ecosistema più profondo in grado di connettere le imprese con fornitori di capitale di lungo periodo.

È importante sottolineare che questo dato evidenzia come, anche in uno scenario più prudenziale in cui l'Italia raggiunga soltanto un rapporto tra capitalizzazione di mercato e PIL pari all'80%, gli effetti restino economicamente rilevanti, implicando un ulteriore +0,60% di crescita del PIL e una riduzione della disoccupazione dell'1,20%. Ciò suggerisce che i benefici si manifestano ben prima del pieno raggiungimento dell'obiettivo delle 1000 società quotate. Al contrario, lo scenario migliore, che prevede il raggiungimento del 125%, approssimativamente in linea con i mercati azionari europei più sviluppati, implica benefici ancora maggiori, con la crescita del PIL in aumento dell'1,40% e la disoccupazione in calo del 2,85%.

Questi risultati dovrebbero tuttavia essere interpretati come effetti strutturali di lungo periodo, più che come esiti immediati di policy. Il meccanismo proposto nel corso del report è di natura cumulativa: un mercato azionario più profondo consente a un insieme più ampio di imprese, in particolare alle società medie e grandi oggi sotto-rappresentate nei mercati pubblici italiani, di accedere a capitale per la crescita. Ciò rafforza investimenti, innovazione e creazione di occupazione, che successivamente ampliano la base imponibile e migliorano i conti pubblici. Di conseguenza, il dato non deve essere interpretato come se suggerisse che un semplice aumento del numero di società quotate generi automaticamente una crescita; piuttosto, illustra il potenziale dividendo economico associato allo sviluppo di un ecosistema del mercato dei capitali più ampio ed efficiente. In questa prospettiva, i benefici stimati possono essere letti come una quantificazione del costo-opportunità legato al mantenimento dell'attuale equilibrio sottosviluppato del mercato azionario italiano.

CONSIDERAZIONI FINALI

La trasformazione dei mercati azionari italiani dall'attuale configurazione vincolata a una profondità e liquidità commisurate alla sofisticazione economica dell'Italia rappresenta una delle riforme strutturali più incisive a disposizione dei decisori pubblici che intendono rafforzare la crescita di lungo periodo, consolidare la sostenibilità fiscale e affrontare le persistenti criticità del mercato del lavoro. L'analisi complessiva sviluppata nei tre capitoli di questa ricerca mostra che ampliare l'universo delle società quotate in Italia da circa 411 imprese a 1000 società ristrutturerebbe in modo sostanziale la relazione tra mercati dei capitali ed economia reale, innalzando la capitalizzazione di mercato dal 47% del PIL a circa il 100% e generando dividendi macroeconomici significativi che vanno ben oltre le statistiche del settore finanziario. Le proiezioni quantitative che emergono da questa analisi dimostrano che il raggiungimento di benchmark internazionali in termini di profondità del mercato azionario contribuirebbe con un ulteriore 0,95% alla crescita annua del PIL, accelererebbe la crescita del gettito fiscale del 2,09% e ridurrebbe la disoccupazione dell'1,93%, rappresentando miglioramenti della performance economica che, cumulandosi nel tempo, produrrebbero effetti trasformativi su standard di vita, finanze pubbliche e benessere sociale. Questi risultati evidenziano che la dimensione del mercato azionario italiano non costituisce soltanto un'anomalia del settore finanziario, bensì un vincolo fondamentale al dinamismo economico, che impone costi-opportunità rilevanti lungo molteplici dimensioni della performance economica nazionale.

Il quadro analitico sviluppato nel Capitolo 1 pone le basi essenziali per comprendere sia l'ampiezza del deficit del mercato azionario italiano sia i fattori strutturali specifici che hanno perpetuato questo sottosviluppo, nonostante la posizione dell'Italia come grande economia avanzata dotata di capacità industriali sofisticate. L'analisi storica mostra che la limitata profondità del mercato azionario italiano riflette andamenti persistenti radicati in assetti istituzionali, quadri regolamentari e preferenze culturali che hanno sistematicamente favorito il finanziamento bancario e la proprietà familiare concentrata rispetto a strutture azionarie diffuse e pubbliche. L'esame dell'architettura di mercato contemporanea dimostra che l'universo delle società quotate in Italia non riesce a cogliere la reale diversità e il dinamismo dell'economia italiana, con una sistematica sottorappresentazione delle imprese di medie dimensioni e dei settori *Industrials*, *Healthcare* e orientati ai consumi. L'analisi complessiva delle barriere individua nei costi regolamentari, nella resistenza culturale alla diluizione del controllo familiare, nella limitata cultura azionaria tra gli investitori *retail* e nella capacità limitata degli intermediari i principali impedimenti all'espansione del mercato, stabilendo al contempo che nessuno di questi ostacoli rappresenta un vincolo insormontabile. Questa valutazione articolata fornisce un contesto essenziale per la definizione delle politiche, chiarendo che l'espansione del mercato azionario non richiede un unico intervento drastico, bensì un pacchetto coordinato di riforme che affronti molteplici dimensioni dell'ecosistema di mercato, del quadro regolamentare e della capacità istituzionale.

Il potenziale trasformativo dell'espansione del mercato azionario emerge chiaramente dalla rigorosa analisi del Capitolo 2 sul percorso da 389 a 1000 società quotate e sul corrispondente innalzamento della capitalizzazione di mercato al 100% del PIL. L'identificazione di un ampio bacino di imprese italiane che presentano dimensione, redditività e caratteristiche di crescita tipicamente associate alle società quotate di successo in altri mercati europei dimostra che l'Italia dispone del substrato economico fondamentale necessario a sostenere un universo di società quotate significativamente più ampio. L'analisi settoriale mostra che i potenziali nuovi emittenti spaziano in diversi comparti, tra cui manifattura specializzata, *technology*, *consumer goods* e *healthcare*, indicando che l'espansione del mercato accrescerebbe non

solo la profondità complessiva, ma anche la diversificazione settoriale e la rappresentatività. Il quadro valutativo sviluppato nel Capitolo 2 stabilisce che le società di nuova quotazione raggiungerebbero capitalizzazioni di mercato coerenti con i *peer* internazionali, tenendo conto al contempo di fattori specifici dell'Italia, tra cui premi di liquidità inizialmente più bassi per le quotazioni di dimensioni minori. In modo cruciale, l'analisi incorpora effetti retroattivi positivi attraverso i quali una maggiore profondità del mercato migliora le valutazioni delle società già quotate, aumentando la liquidità complessiva, attirando una maggiore attenzione da parte degli investitori internazionali e rafforzando l'ecosistema degli intermediari di mercato che supportano un'efficiente formazione dei prezzi. Questi meccanismi di retroazione suggeriscono che i benefici dell'espansione del mercato azionario si accumulerebbero non solo per le società di nuova quotazione e i loro *stakeholder*, ma anche per gli attori già presenti sul mercato, grazie a una maggiore qualità del mercato e a multipli di valutazione migliori.

L'analisi macroeconomica presentata nel Capitolo 3 dimostra che i benefici dell'ampliamento del mercato azionario si estendono ben oltre il settore finanziario, generando miglioramenti sostanziali della performance dell'economia reale lungo molteplici dimensioni. La proiezione di un ulteriore 0,95% di crescita annua del PIL riflette l'azione di molteplici canali di trasmissione attraverso cui mercati azionari più profondi rafforzano il dinamismo economico. Una maggiore efficienza nell'allocazione del capitale consente alle risorse di affluire più agevolmente verso imprese e settori a più elevata produttività, riducendo la misallocazione che limita la crescita della produttività complessiva e permettendo alle imprese innovative di accedere al capitale paziente e di lungo periodo necessario per realizzare il proprio potenziale di crescita. Una migliore *corporate governance* e una maggiore efficienza operativa associate alla quotazione in Borsa disciplinano la qualità del management, riducono i costi di agenzia e rafforzano il processo decisionale strategico, con effetti misurabili sulla produttività a livello di impresa che, nel loro insieme, influenzano la performance dell'intera economia. Tassi di investimento più elevati, facilitati dall'accesso al finanziamento azionario, sostengono la spesa in ricerca e sviluppo, l'espansione della capacità produttiva e lo sviluppo dei mercati, che alimentano innovazione e competitività. Gli effetti occupazionali di questa accelerazione degli investimenti contribuiscono direttamente alla riduzione della disoccupazione prevista dell'1,93%, affrontando al contempo i *mismatch* di competenze e le disparità territoriali attraverso l'espansione di imprese e settori ad alta produttività in diverse aree geografiche.

Le implicazioni fiscali dell'espansione del mercato azionario assumono particolare rilievo nel contesto italiano, dove livelli elevati di debito pubblico limitano la flessibilità delle politiche e le pressioni demografiche minacciano la sostenibilità a lungo termine dei programmi di previdenza sociale. La proiezione di un'ulteriore crescita del gettito fiscale del 2,09% riflette maggiori entrate da imposta sul reddito delle società, derivanti da profitti complessivi più elevati, maggiori entrate da imposta sul reddito delle persone fisiche grazie all'aumento dell'occupazione e dei salari, nonché maggiori entrate da imposta sul valore aggiunto per effetto di un incremento dei consumi reso possibile dalla crescita dei redditi. In modo cruciale, questi incrementi delle entrate si realizzerebbero senza richiedere aumenti delle aliquote fiscali nominali, riflettendo invece l'ampliamento delle basi imponibili che si verifica quando l'attività economica accelera e la produttività migliora. L'entità di questi benefici fiscali suggerisce che l'approfondimento del mercato azionario potrebbe contribuire in misura sostanziale a una graduale consolidazione fiscale preservando i servizi pubblici essenziali e le tutele sociali oppure, in alternativa, potrebbe finanziare investimenti pubblici pro-crescita in infrastrutture, istruzione e ricerca, che completerebbero il dinamismo del settore privato sprigionato da mercati dei capitali più profondi. I dividendi fiscali dell'espansione del mercato azionario creano dunque spazio di manovra per affrontare le più urgenti sfide economiche dell'Italia, riducendo al contempo la necessità di misure di austerità politicamente controverse o di aumenti delle imposte che potrebbero compromettere le prospettive di crescita.

Le principali implicazioni di policy che emergono da questa ricerca coprono molteplici ambiti della governance economica e richiedono un'azione coordinata lungo le dimensioni fiscale, regolamentare e istituzionale.

La prima e più immediata priorità è il riorientamento strutturale del risparmio delle famiglie italiane verso il mercato azionario. Lo stock di ricchezza privata dell'Italia è straordinario per dimensione e resta una delle risorse produttive più sottoutilizzate nell'economia nazionale. La persistente concentrazione di tale ricchezza in depositi bancari, real estate e strumenti di reddito fisso a basso rischio riflette una combinazione di tendenze comportamentali profondamente radicate, limitata alfabetizzazione

finanziaria e assenza di veicoli sufficientemente accessibili e fiscalmente efficienti per la partecipazione azionaria. La raccomandazione della Commissione europea sui *Saving and Investment Accounts*, nel solco delle iniziative della *Savings and Investments Union*, offre un modello architetture concreto per colmare questa lacuna. L'Italia dovrebbe muoversi con decisione per progettare uno strumento domestico semplice nella struttura, trasparente nel profilo dei costi e significativamente avvantaggiato dal punto di vista fiscale, con un'allocazione esplicita verso azioni quotate domestiche ed europee. L'obiettivo è strutturale: modificare i comportamenti di risparmio delle famiglie italiane in modo duraturo e misurabile, trasformando la ricchezza privata accumulata da *stock* di potenziale latente a fattore produttivo attivo per l'economia nazionale.

La seconda leva riguarda la mobilitazione del capitale istituzionale domestico. Fondi pensione, casse di previdenza, fondazioni e compagnie assicurative mantengono un'allocazione significativamente insufficiente in azioni domestiche, vincolata da una combinazione di limiti regolamentari, dalla predominanza del sistema pensionistico pubblico a ripartizione e dalla scala relativamente ridotta dell'industria domestica del risparmio gestito. Riforme strutturali volte a espandere la componente pensionistica a capitalizzazione e a promuovere l'adesione automatica ai fondi pensione complementari aumenterebbero, nel tempo, in misura sostanziale il bacino di capitale istituzionale di lungo periodo disponibile per i mercati azionari domestici. Allo stesso tempo, un progressivo allentamento dei vincoli alle allocazioni azionarie di fondi pensione e compagnie assicurative, accompagnato da adeguati presidi di gestione del rischio, consentirebbe di indirizzare maggiori risorse istituzionali verso i mercati pubblici. Nella cornice della *Savings and Investments Union*, il relativo *framework* offre il contesto appropriato entro cui promuovere iniziative di partenariato pubblico-privato volte ad aumentare il numero di fondi istituzionali dedicati a investire nell'economia reale europea, così come rappresentata sui listini.

Il terzo ambito di intervento riguarda il trattamento fiscale delle società quotate. L'attuale sistema tributario italiano presenta un'asimmetria strutturale che favorisce sistematicamente il finanziamento tramite debito rispetto al capitale azionario, attraverso la piena deducibilità degli interessi passivi, mentre il capitale di rischio è soggetto a molteplici livelli di tassazione a livello societario, dei dividendi e delle plusvalenze. Questa distorsione a favore del debito riduce artificialmente l'attrattività della quotazione, aumenta la fragilità delle imprese e riduce la disponibilità di capitale azionario per crescita e innovazione. La risposta in termini di policy richiede l'introduzione di un quadro fiscale stabile e permanente che funga da incentivo strutturale per le migliori imprese italiane ad accedere alla Borsa e a permanervi. Il bonus IPO introdotto a partire dal 2018 e le misure regionali "Quota Lombardia" e "Quota Liguria", introdotte a partire dal 2025 con l'obiettivo di coprire i costi di quotazione delle piccole e medie imprese, rappresentano importanti passi nella giusta direzione e dovrebbero diventare elementi strutturali dell'architettura fiscale nazionale, replicando i modelli regionali su tutto il territorio nazionale. Più in generale, le misure fiscali dovrebbero essere disegnate per premiare il rafforzamento patrimoniale sia in occasione della prima quotazione sia nel contesto di successivi aumenti di capitale, e dovrebbero applicarsi quantomeno alle società con una capitalizzazione di mercato inferiore a un miliardo di euro come definito dalla Legge Capitali, oppure alle società non incluse nell'indice FTSE MIB. Il costo fiscale iniziale di tali misure verrebbe in larga parte compensato, nel medio periodo, dall'aumento della crescita economica, della redditività aziendale e del gettito fiscale complessivo generati da un mercato azionario più dinamico e inclusivo.

La quarta priorità è il rafforzamento dell'ecosistema di mercato stesso. Un mercato dei capitali profondo e funzionale richiede una rete robusta di intermediari, capacità di advisory, copertura di ricerca e fornitura di liquidità lungo l'intero spettro dimensionale delle società quotate. Attualmente, le società quotate *small-cap* e *mid-cap* soffrono di una copertura limitata da parte degli analisti, di una capacità vincolata di *investor relations* e di una liquidità insufficiente del mercato secondario; tutti fattori che riducono la loro visibilità sia presso gli investitori domestici sia presso quelli internazionali e contribuiscono allo sconto di valutazione che oggi caratterizza il mercato italiano rispetto ai *peer* europei. Iniziative mirate pubblico-private, modellate sulle best practice dei mercati europei comparabili, dovrebbero essere introdotte per sostenere la ricerca finanziaria sulle società quotate di minori dimensioni, rafforzare la pipeline di advisory per le imprese che si avvicinano al mercato per la prima volta e sviluppare l'infrastruttura istituzionale necessaria a sostenere nel tempo un mercato azionario più ampio e più liquido.

Il quinto ambito riguarda il continuo sviluppo e l'applicazione proporzionata del quadro regolamentare. Negli ultimi anni in Italia è stato fatto uno sforzo importante sulle riforme regolamentari, dalla Legge Capitali del 2024, alla recente riforma del Testo Unico della Finanza, alle semplificazioni introdotte da Borsa Italiana e CONSOB, e all'entrata in vigore del *Listing Act* dell'UE nel 2026, che ha ridotto in modo sostanziale gli oneri amministrativi e normativi associati alla quotazione, in particolare per le imprese di minori dimensioni. Queste riforme rappresentano una base significativa e necessaria. I loro effetti completi saranno misurabili solo nel medio periodo, e qualsiasi ulteriore intervento regolamentare dovrebbe essere valutato alla luce dell'impatto dimostrato delle misure già in vigore, anziché introdotto in parallelo a un ciclo di riforme che deve ancora esprimere il proprio pieno potenziale. Guardando al futuro, i principi guida dovrebbero essere proporzionalità, efficienza e armonizzazione, anche attraverso regimi di quotazione differenziati calibrati per dimensione e profilo di rischio degli emittenti, e con requisiti informativi e di governance concepiti per tutelare gli investitori pur rimanendo realmente accessibili alle imprese di minori dimensioni.

La sesta e più impegnativa priorità, sul piano strutturale, è la trasformazione culturale, sia tra le famiglie italiane sia tra gli imprenditori italiani. La limitata cultura azionaria delle famiglie italiane, che si riflette in portafogli ancora fortemente orientati verso i depositi e i titoli a reddito fisso, limita la domanda di titoli quotati e riduce la legittimazione sociale dello sviluppo dei mercati dei capitali come obiettivo politico. Programmi di educazione finanziaria integrati nei percorsi scolastici e universitari, campagne informative sulla performance storica degli investimenti azionari di lungo periodo e una maggiore accessibilità a strumenti di investimento a basso costo possono contribuire progressivamente a spostare questo orientamento. Tra gli imprenditori e i proprietari di imprese familiari, la sfida culturale è di diversa natura. La quotazione è spesso percepita come una minaccia al controllo familiare o alla continuità strategica dell'impresa, una percezione non supportata dai dati. La preservazione dell'identità imprenditoriale dopo la quotazione, la disponibilità di strutture azionarie a voto plurimo, l'opzione di incrementi gradualisti del flottante e la permanenza attiva delle famiglie fondatrici nella governance delle società quotate sono strumenti che dovrebbero essere promossi in modo sistematico nell'ambito del più ampio sforzo di comunicazione. Più in generale, nel dibattito pubblico la quotazione dovrebbe essere ridefinita come strumento di crescita di lungo periodo, di competitività internazionale e di preservazione intergenerazionale della ricchezza, nonché come meccanismo attraverso il quale i gruppi industriali italiani possano raggiungere le dimensioni, la professionalizzazione e l'ambizione necessarie per generare campioni nazionali ed europei con solide radici in Italia.

La conclusione che emerge da questa analisi complessiva è inequivocabile: lo sviluppo del mercato azionario rappresenta una priorità strategica per la politica economica italiana, con il potenziale di generare benefici trasformativi lungo molteplici dimensioni della performance economica nazionale. L'ampliamento del mercato azionario italiano a 1000 società quotate e il raggiungimento di una capitalizzazione pari al 100% del PIL costituirebbero una delle riforme strutturali più rilevanti a disposizione dei decisori politici italiani, con effetti che si accumulerebbero nel tempo producendo miglioramenti sostanziali in termini di standard di vita, capacità fiscale e dinamismo economico. Il percorso verso questa trasformazione richiede un'azione coordinata nei domini regolamentare, fiscale e istituzionale, un impegno politico sostenuto lungo molteplici cicli elettorali e un coinvolgimento attivo degli operatori del settore privato. L'ampiezza dell'opportunità e la natura stringente delle evidenze suggeriscono che la questione che si pone ai decisori politici italiani non è se perseguire lo sviluppo del mercato azionario, bensì come elaborare e attuare il pacchetto di misure che consenta di conseguire nel modo più efficace questo obiettivo strategico, gestendo le criticità di attuazione e assicurando che i benefici siano ampiamente condivisi nella società italiana. La trasformazione dei mercati azionari italiani da vincolo a catalizzatore rappresenta un'ambizione raggiungibile, la cui realizzazione migliorerebbe in modo fondamentale le prospettive economiche dell'Italia e rafforzerebbe le basi per una prosperità sostenuta nei decenni a venire.

BIBLIOGRAFIA

- Acemoglu, D., & Autor, D. (2011). Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings. In O. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics* (Vol. 4B, pp. 1043–1171). Elsevier.
- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2012). Too Much Finance? IMF Working Paper WP/12/161.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297.
- Barro, R. J. (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries. *Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 407–443.
- Barro, R. J., & Lee, J. W. (2013). A New Data Set of Educational Attainment in the World, 1950–2010. *Journal of Development Economics*, 104, 184–198.
- Beck, T., & Levine, R. (2001). Stock Markets, Banks, and Growth: Correlation or Causality? Policy Research Working Paper 2670, World Bank.
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 261–300.
- Blanchard, O. J., & Summers, L. H. (1986). Hysteresis and the European Unemployment Problem. *NBER Macroeconomics Annual*, 1, 15–78.
- Card, D. (1999). The Causal Effect of Education on Earnings. In O. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics* (Vol. 3A, pp. 1801–1863). North-Holland.
- Case, K. E., Quigley, J. M., & Shiller, R. J. (2005). Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market. *Advances in Macroeconomics*, 5(1), 1–32.
- Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E. (2012). Reassessing the Impact of Finance on Growth. BIS Working Papers No. 381.
- Caselli, S., & Zava, M. (2024). Private equity and venture capital in Europe: Markets, techniques, and deals (4th ed.). Palgrave Encyclopedia of Private Equity.
- Caselli, S., Zava, M. (2025). *European financial ecosystems: Comparing France, Sweden, UK and Italy*. Baffi Carefin, Centre for Applied Research on International Markets Banking Finance and Regulation, Università Bocconi, Milano, Italy.
- Caselli, S., Zava, M. (2026). Retail Instruments. ISA, ISK, PEA, PIR. Bocconi Equita Working Paper.
- Coffee, J. C. (1991). Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. *Columbia Law Review*, 91(6), 1277–1368.
- Come sarebbe l'Italia con 1.000 società quotate?" (How will Italy be with 1.000 listed companies?), with E. Garcia Appendini, in *Economia&Management* n.3, (June 2013).
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), 703–738.
- Edmans, A., Fang, V. W., & Lewellen, K. A. (2017). Equity Vesting and Investment. *Review of Financial Studies*, 30(7), 2229–2271.
- Euronext (2024). *Market Statistics and Listed Company Data*. Amsterdam: Euronext N.V.
- Finaldi Russo, P., Parlapiano, F., Pianeselli, D. and Supino, I. (2020) *Firms' listings: what is new? Italy versus the main European stock exchanges*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), No. 555, Banca d'Italia.
- Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., & Sack, B. (2011). The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases. *International Journal of Central Banking*, 7(1), 3–43.

- Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis* (7th ed.). Pearson.
- Greenwood, J., & Jovanovic, B. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. *Journal of Political Economy*, 98(5), 1076–1107.
- Hansen, B. E. (2000). Sample Splitting and Threshold Estimation. *Econometrica*, 68(3), 575–603.
- Islam, N. (1995). Growth Empirics: A Panel Data Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 110(4), 1127–1170.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717–737.
- KPMG (2025). *Pulse of private equity Q2'25. Private Equity market trends in the UK*.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
- Law, S. H., & Singh, N. (2014). Does Too Much Finance Harm Economic Growth? *Journal of Banking & Finance*, 41, 36–44.
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In P. Aghion & S. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1A, pp. 865–934). Elsevier.
- Levine, R., & Zervos, S. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth. *World Bank Economic Review*, 10(2), 323–339.
- Lucas, R. E. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3–42.
- Mankiw, N. G., Romer, D., & Weil, D. N. (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth. *Quarterly Journal of Economics*, 107(2), 407–437.
- Mergermarket (2026). *M&A Transaction Database*. London: Mergermarket Group.
- Orbis Database (2024). *Company Financial and Ownership Data*. Brussels: Bureau van Dijk.
- Piketty, T. (2014). *Capital in the Twenty-First Century*. Harvard University Press.
- Porter, M. E. (1992). Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System. *Harvard Business Review*, 70(5), 65–82.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88(3), 559–586.
- Refinitiv (2024). *Global Equity Market Data*. London: Refinitiv Limited.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- Romer, P. M. (1990). Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*, 98(5), S71–S102.
- Schumpeter, J. A. (1911 [1934]). *The Theory of Economic Development*. Harvard University Press.
- Shiller, R. J. (1981). Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends? *American Economic Review*, 71(3), 421–436.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Stein, J. C. (1988). Takeover Threats and Managerial Myopia. *Journal of Political Economy*, 96(1), 61–80.
- Stiglitz, J. E. (1989). Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading. *Journal of Financial Services Research*, 3(2–3), 101–115.
- Summers, L. H., & Summers, V. P. (1989). When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax. *Journal of Financial Services Research*, 3(2–3), 261–286.
- World Bank (2025). World Development Indicators. Washington D.C. <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>.
- Wurgler, J. (2000). Financial Markets and the Allocation of Capital. *Journal of Financial Economics*, 58 (1–2), 187–214.

APPENDICE A:

FONTI DEI DATI E DEFINIZIONI DELLE VARIABILI

A.1 FONTI DEI DATI

Orbis Database (Bureau van Dijk) - Bilanci societari a livello di impresa (stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario) - Assetti proprietari e gerarchie societarie - Classificazioni settoriali (codici NACE Rev. 2) - Dati sull'occupazione - Copertura: 411 società italiane quotate, oltre 300.000 società italiane non quotate, campioni comparabili per Francia, Regno Unito e Svezia

Banca Mondiale - Indicatori di sviluppo mondiale - PIL nazionale (a prezzi correnti e costanti) - Contributi settoriali al PIL - Statistiche sull'occupazione - Indicatori di sviluppo del settore finanziario

Refinitiv - Dati sulla capitalizzazione di mercato - Volumi di scambio e metriche di liquidità - Componenti dell'indice e ponderazioni

Euronext - Elenchi delle società quotate - Classificazioni dei segmenti di mercato - Dati su IPO e *delisting*

Mergermarket - Dati sulle operazioni di M&A - Valori e strutture delle operazioni - Caratteristiche dell'acquirente e della società oggetto di acquisizione

A.2 DEFINIZIONI DELLE VARIABILI

Capitalizzazione di mercato: Prezzo dell'azione $\times$ numero di azioni in circolazione, espressa in euro

Rapporto capitalizzazione di mercato/PIL: Capitalizzazione di mercato totale delle società quotate / PIL nazionale $\times 100$

Crescita dei ricavi: $(\text{Ricavi}_t / \text{Ricavi}_{t-1} - 1) \times 100$, tasso annuo composto di crescita nel periodo 2015-2024

Crescita dell'occupazione: $(\text{Dipendenti}_t / \text{Dipendenti}_{t-1} - 1) \times 100$, tasso annuo composto di crescita nel periodo 2015-2024

Return on Assets (ROA): Utile netto / Totale attività $\times 100$

Return on Equity (ROE): Utile netto / Patrimonio netto $\times 100$

EBITDA Margin: EBITDA / Ricavi totali $\times 100$

Ricavi per dipendente: Ricavi totali / Numero di dipendenti, espressi in euro

Incidenza della capital expenditure: Capital expenditure / Ricavi totali $\times 100$

Return on Capital Employed (ROCE): EBIT / (Totale attività - Passività correnti) $\times 100$

Rapporto di leva finanziaria: Debito totale / Patrimonio netto totale $\times 100$

Rapporto di rappresentazione: (% di società quotate nel settore) / (% del settore sul PIL)

APPENDICE B:

SOGLIE DI CLASSIFICAZIONE DIMENSIONALE

Le società sono classificate in quattro categorie dimensionali sulla base della capitalizzazione di mercato:

Micro: Capitalizzazione di mercato < 50 milioni di euro

Piccole: Capitalizzazione di mercato compresa tra 50 e 100 milioni di euro

Medie: Capitalizzazione di mercato compresa tra 100 e 250 milioni di euro

Grandi: Capitalizzazione di mercato compresa tra 250 milioni e 1 miliardo di euro

Grandissime: Capitalizzazione di mercato > 1 miliardo di euro

Queste soglie sono coerenti con le definizioni della Commissione europea per la classificazione delle PMI e con la prassi di mercato nella ricerca azionaria.

APPENDICE C:

CLASSIFICAZIONE SETTORIALE

Le società sono classificate in undici macrosettori sulla base dei codici settoriali NACE Rev. 2:

1. **Attività manifatturiere** (NACE C): Produzione di beni in tutti i sottosettori
2. **Servizi finanziari** (NACE K): attività bancaria, assicurazione, gestione patrimoniale, intermediazione finanziaria
3. **Information Technology** (NACE J62, J63): software, servizi IT, elaborazione dati
4. **Consumer Goods** (NACE C10-C33, selezionati): alimentari, bevande, tessuti, abbigliamento, beni durevoli di consumo
5. **Healthcare** (NACE Q, C21): servizi sanitari, farmaceutica, dispositivi medici
6. **Utilities** (NACE D, E): fornitura di energia elettrica, gas, acqua, gestione dei rifiuti
7. **Real Estate** (NACE L): sviluppo immobiliare, REIT, servizi immobiliari
8. **Costruzioni** (NACE F): edilizia, ingegneria civile, costruzioni specializzate
9. **Telecommunication** (NACE J61): servizi e infrastrutture di telecomunicazione
10. **Energy** (NACE B): attività estrattive, estrazione di petrolio e gas, raffinazione
11. **Altri servizi** (NACE G, H, I, M, N, R, S): commercio all'ingrosso, commercio al dettaglio, ospitalità, servizi professionali, servizi amministrativi, arti e intrattenimento

APPENDICE D:

LIMITAZIONI

Lo studio descritto nel Capitolo 1 presenta diverse limitazioni che è opportuno segnalare:

Copertura dei dati: - La copertura del database Orbis è incompleta per le società non quotate di minori dimensioni, potenzialmente introducendo un bias di selezione nel campione delle società non quotate
- La disponibilità dei dati finanziari varia tra Paesi e periodi temporali, determinando panel non bilanciati
- I dati sulla capitalizzazione di mercato potrebbero non tenere pienamente conto di *dual listing* e partecipazioni incrociate

Vincoli metodologici: - L'analisi è principalmente descrittiva e trasversale, limitando l'inferenza causale
- L'abbinamento tra società quotate e non quotate si basa sulla classificazione settoriale e su una dimensione approssimativa, non su rigorose tecniche di matching statistico - I confronti di performance non tengono pienamente conto del *survivor bias* (le società che falliscono o vengono delistate sono escluse dai periodi successivi) - L'analisi non tiene conto di tutti i potenziali fattori confondenti (ad es. qualità del management, assetto proprietario, localizzazione geografica)

Orizzonte temporale: - Il periodo 2015-2024 include diversi shock rilevanti (Brexit, COVID-19, crisi energetica) che potrebbero aver colpito in modo differenziato le società quotate rispetto alle non quotate
- Le tendenze di lungo periodo possono differire dai pattern osservati in questo particolare decennio

Lo studio descritto nel Capitolo 3 presenta quattro principali limitazioni. (i) **Endogeneità:** le variabili ritardate forniscono una condizione necessaria ma insufficiente per l'identificazione causale. Approcci a variabili strumentali, sfruttando, ad esempio, modifiche regolamentari ai requisiti di quotazione o alle leggi sulla tutela degli investitori come fattori esogeni di sviluppo del mercato, come in La Porta et al. (1998), oppure stimatori GMM per panel dinamici (Arellano e Bond, 1991) fornirebbero un'identificazione causale più solida. (ii) **Eterogeneità non osservata:** effetti fissi per Paese e per periodo eliminerebbero rispettivamente i fattori confondenti istituzionali e gli shock globali, ma al costo di identificare gli effetti derivanti esclusivamente dalla variazione all'interno del Paese. (iii) **Non linearità:** come dimostrato da Arcand, Berkes e Panizza (2012) e Law e Singh (2014), la relazione finanza-crescita può presentare una soglia oltre la quale un'ulteriore profondità finanziaria riduce la crescita. L'inclusione di termini quadratici o l'applicazione di una regressione a soglia (Hansen, 2000) consentirebbe di testare tali non linearità. (iv) **Aggregazione temporale:** i dati annuali mascherano dinamiche a frequenza più elevata; dati panel trimestrali migliorerebbero la precisione nella tempistica della relazione tra mercato azionario e crescita.

APPENDICE E:

STATISTICHE DESCRITTIVE CAPITOLO 3

La Tabella A1 riporta le statistiche descrittive di tutte le variabili sull'intero dataset non aggregato di 700 osservazioni Paese-anno, calcolate sulle serie non ritardate e non trasformate. I valori mancanti di capitalizzazione di mercato, turnover e credito privato riflettono lacune nei dati negli anni iniziali per alcuni Paesi.

TABELLA A1, STATISTICHE DESCRITTIVE, INTERO CAMPIONE, 1990–2024
(N = 700 OSSERVAZIONI PAESE * ANNO)

Variabile	N	Media	Dev. std.	Min	Max
Crescita del PIL (% annua)	700	2,03	2,9	-10,94	24,62
PIL pro capite (USD cost. 2015)	700	43.357	15.238	15.375	97.794
Capitalizzazione di mercato (% del PIL)	538	77,6	52,7	0,02	285,5
Turnover delle azioni scambiate (%)	519	74	60,8	5,24	694,4
Credito domestico (% del PIL)	554	112,9	44,3	23,8	301
Anni di scolarizzazione Barro–Lee	700*	12,28	0,93	9,57	13,78
Disoccupazione totale (% della forza lavoro)	700	7,36	4,12	1,82	27,69
Crescita della disoccupazione (%)	700	0,71	16,9	-37,2	145,1
Crescita del gettito fiscale reale (%)	626	2,74	9,02	-35,5	92,8

*Nota: * I dati Barro–Lee sugli anni di scolarizzazione sono disponibili ogni cinque anni (140 osservazioni benchmark); la serie annuale è ottenuta mediante interpolazione lineare. Capitalizzazione di mercato, turnover e credito privato presentano meno di 700 osservazioni a causa di dati mancanti.*

FONTI DEI DATI

Orbis Database (Bureau van Dijk)
World Bank - Indicatori di sviluppo mondiale
Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)
Dati finanziari Refinitiv
Euronext Market Data
ISTAT - Istituto nazionale di statistica
Mergermarket Transaction Database

METODOLOGIA

- Analisi comparativa tra settori
- Società quotate vs. società non quotate
- Benchmarking multi-paese
- Regressione OLS

ISTITUZIONE DI RICERCA

SDA Bocconi School of Management
Settembre 2026



SDA Bocconi School of Management

Via Sarfatti, 10 - 20136 Milano, Italy
tel +39 02 5836 6605-6606
email: info@sdabocconi.it
www.sdabocconi.it

Follow SDA Bocconi

