



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Ancona, 18 luglio 2025

Federico Cornelli
Commissario CONSOB

LA MIOPIA DELL'EUROPA



ANDAMENTO DELL'ECONOMIA REALE: UE vs USA

partecipazione famiglie
ai mercati dei capitali
(giugno 2024)

quota strumenti «market based» *
detenuti su totale attività finanziarie

70% STATI UNITI

54% AREA EURO

57% ITALIA

rapporto tra liquidità strumenti
«market based» detenuti

17% STATI UNITI

60% AREA EURO

48% ITALIA

*Azioni, titoli di debito, quote di fondi comuni, prodotti assicurativi, quote di fondi pensione

Fonte: Consob - Rapporto congiuntura 2024

INDEBITAMENTO: UE vs USA

indebitamento famiglie

in % del PIL

71% STATI UNITI

52% AREA EURO

37% ITALIA

indebitamento pubblico

in % del PIL

120% STATI UNITI

88% AREA EURO

137% ITALIA

indebitamento Società Non Finanziarie
(giugno 2024)

in rapporto al capitale

47% STATI UNITI

70% AREA EURO

77% ITALIA

in rapporto al PIL

75% STATI UNITI

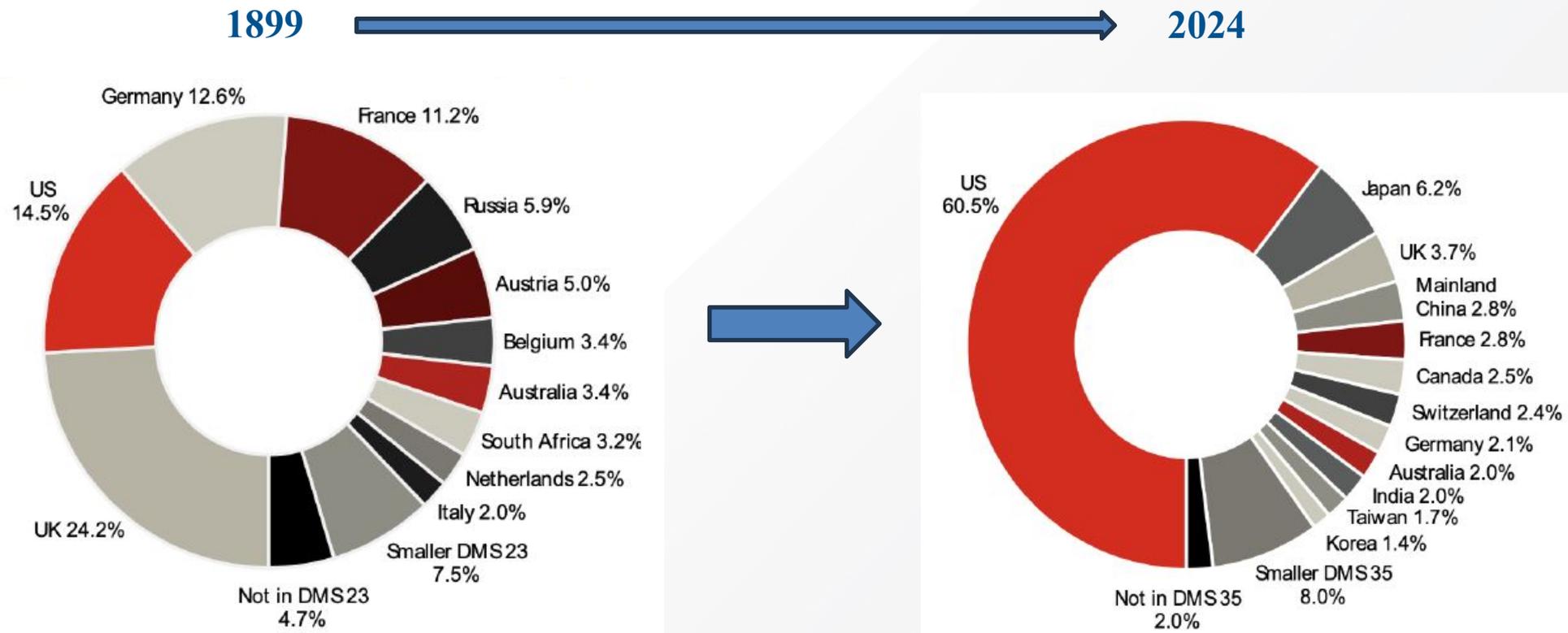
102% AREA EURO

60% ITALIA

Fonte: Consob - Rapporto congiuntura 2024

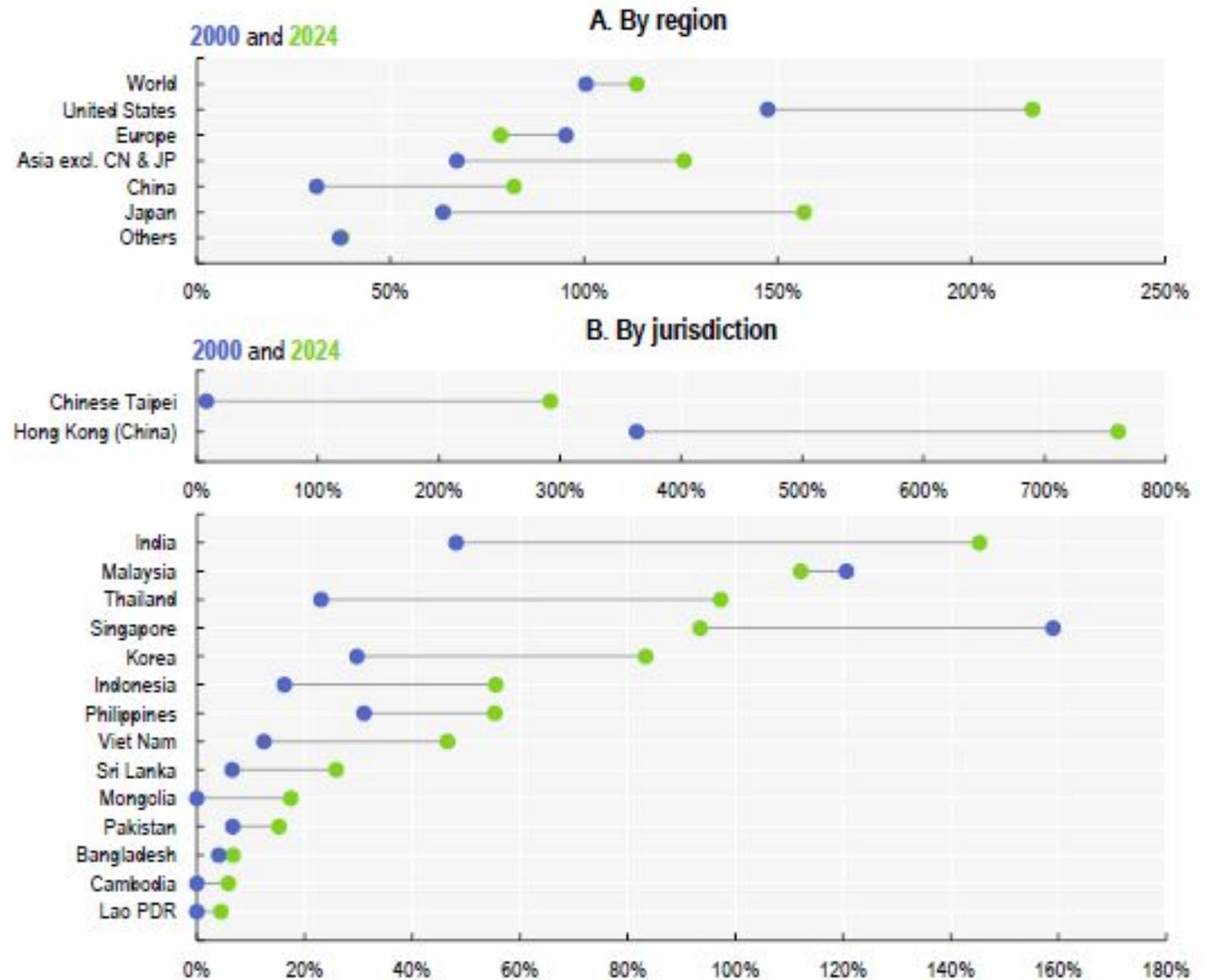
RICAPITALIZZARE L'EUROPA: UNA PROSPETTIVA STORICA

- Negli ultimi 125 anni il mercato azionario degli Stati Uniti è diventato il più grande al mondo (60.5% nel 2024 dal 14.5% nel 1899)
-lasciando indietro i mercati europei che sono rimasti frammentati...



UNO SGUARDO AI MERCATI FINANZIARI ASIATICI

Macro aree: rapporto capitalizzazione borsa su PIL (2000 vs 2024)
La maggior parte dei mercati asiatici ha sperimentato una crescita sostenuta.



Fonte: OECD - Asia Capital Markets Report 2025

UNO SGUARDO AI MERCATI FINANZIARI

Dati al 30 06 2025

	Italy (€)	France (€)	Germany (€)	Spain (€)	UK (£)	US (\$)
Mkt Cap	942	2,886	2,474	894	2,546	64,475
Mkt Cap Financials	361	380	497	301	613	10,099
Mkt Cap ex Financials	581	2,506	1,977	593	1,933	54,376
Mkt Cap / GDP	43.0%	98.8%	57.5%	56.2%	89.1%	228.3%
Mkt Cap ex Financials / GDP	26.5%	85.8%	45.9%	37.2%	67.7%	192.5%
P/E	11.8	15.6	15.3	13.0	12.9	22.3
GDP 2024	2,192	2,92	4,305	1,592	2,857	28,247

Fonte: Source: elaborations on Factset data; EU countries GDP: Eurostat data; UK and US GDP: EU Commission forecasts

LA CAPITALIZZAZIONE DEL MERCATO ITALIANO

Al 30 giugno 2025 le società quotate sul mercato principale (**EXM**) risultano essere **203** con una capitalizzazione di borsa pari a circa **915** mld di euro.

Le società quotate sul mercato **Growth EGM (ex AIM)** sono **205** con una capitalizzazione pari a circa **8,4** miliardi di euro.

ANNO	Num Emittenti EXM	Num Emittenti EGM	Mkt Cap EXM (mil.)	Mkt EGM (mil.)	Mkt Cap TOT (mil.)	% PIL
2017	244	95	634.449 €	5.579 €	640.028 €	36,8%
2018	244	113	535.762 €	6.600 €	542.362 €	30,7%
2019	243	132	637.818 €	6.611 €	644.429 €	36,0%
2020	239	138	600.651 €	5.854 €	606.505 €	36,7%
2021	233	174	757.843 €	11.519 €	769.362 €	43,4%
2022	224	190	615.145 €	10.544 €	625.689 €	33,9%
2023	226	203	753.852 €	8.020 €	761.872 €	36,5%
2024	211	210	794.363 €	8.125 €	802.488 €	38,1%
2025*	203	205	915.246 €	8.505 €	923.751 €	42,1%

* dato al 30/06/2025. Il dato % GDP è calcolato rispetto sulla base del PIL al 31/12/2024

Fonte Elaborazioni dati Borsa Italiana, Euronext

□ Dal 2014 nel nostro ordinamento è prevista:

- **Loyalty shares** : la possibilità per gli azionisti che mantengano in portafoglio le azioni per almeno 24 mesi continuativi di ottenere la maggiorazione del diritto di voto sino a n. 2 voti per ogni azione (c.d. voto maggiorato shares, art. 127-quinquies del Tuf); la possibilità di maggiorare il voto deve essere introdotta in statuto con delibera dell'assemblea straordinaria;
- **Voto plurimo** : la possibilità per le società che chiedano ammissione a quotazione (neoquotate) di mantenere la categoria di azioni c.d. a voto plurimo ossia azioni – diverse dalle ordinarie - che attribuiscono più diritti di voto (artt. 2351, comma 3, c.c. e 127- sexies Tuf).

Nb. i) le società che hanno emesso azioni a voto plurimo non possono introdurre in statuto la maggiorazione del voto; ii) le società già quotate non possono emettere azioni a voto plurimo.

DEROGHE AL PRINCIPIO ONE SHARE ONE VOTE NELLE SOCIETÀ QUOTATE

- La legge Capitali (n. 21 del 2024):
 - ha introdotto il c.d. **voto maggiorato rafforzato**: l'azionista che detenga i titoli per 10 anni continuativi può arrivare ad esercitare sino a n. 10 voti – necessaria anche qui una modifica statutaria ad hoc;
 - ha aumentato **da 3 a 10** i voti che un'azione a voto plurimo può attribuire.

Quante società italiane hanno azioni a voto «multiplo»

- Società quotate che hanno introdotto il voto maggiorato (2 voti): 72 emittenti su 196
 - 8 dei 72 emittenti hanno introdotto anche il voto maggiorato rafforzato sino a 10 voti*
- Società quotate che hanno mantenuto le azioni a voto plurimo:
 - 6 su 196*

*Dati a fine 2024, fonte: Rapporto Consob sulla Corporate Governance 2024

esempi per gli azionisti:

se tutti gli azionisti partecipano all'assemblea e solo l'azionista di riferimento ha diritto alla maggioranza o detiene azioni a voto plurimo:

- Voto maggiorato sino a 2 \square è sufficiente un investimento pari al **33,3% del capitale per governare l'assemblea ordinaria e pari al 50% per governare la straordinaria****;
- Voto maggiorato rafforzato sino a 10 oppure azioni a voto plurimo con attribuzione di n. 10 voti \square è **teoricamente sufficiente un investimento pari al 9,09% del capitale per governare l'assemblea ordinaria e del 16,67% per la straordinaria****.

partecipazione all'assemblea >100% \square si riducono le percentuali di capitale sufficienti a governare gli esiti.

**Dati estratti dall'intervento del Prof. Massimo Belcredi al convegno Consob «Corporate governance in Italia: Analisi sugli strumenti di potenziamento dei diritti di voto»

FOCUS SUI FONDI PENSIONE ITALIANI

Forme pensionistiche complementari – Investimenti domestici

(dati di fine anno; importi in milioni di euro; valori percentuali)

	2023				2024			
	Investimenti domestici		Per memoria: Totale		Investimenti domestici		Per memoria: Totale	
	Importo	% Importo	Importo	%	Importo	% Importo	Importo	%
Attività								
Titoli di Stato	26.683	14,1	73.041	38,7	29.473	14,2	80.001	38,5
Altri titoli di debito	2.841	1,5	32.777	17,3	3.038	1,5	35.312	17,0
Titoli di capitale	1.746	0,9	40.505	21,4	1.957	0,9	47.221	22,7
OICVM	1.707	0,9	23.385	12,4	2.014	1,0	26.339	12,7
Altri OICR	2.582	1,4	6.420	3,4	2.884	1,4	7.226	3,5
- di cui: fondi immobiliari	1.708	0,9	2.284	1,2	1.780	0,9	2.512	1,2
Immobili	825	0,4	825	0,4	535	0,3	535	0,3
Partecipazioni in soc. immob.	212	0,1	212	0,1	229	0,1	229	0,1
Totale	36.596	19,4	177.165	93,8	40.130	19,3	196.864	94,7
Liquidità			6.587	3,5			7.678	3,7
Polizze assicurative			2.638	1,4			2.787	1,3
Altre attività e passività			2.564	1,4			472	0,2
Totale attività			188.953	100,0			207.801	100,0
<i>Per memoria:</i>								
Investimenti immobiliari	2.745	1,5	3.321	1,8	2.545	1,2	3.277	1,6
- immobili	825	0,4	825	0,4	535	0,3	535	0,3
- fondi immobiliari	1.708	0,9	2.284	1,2	1.780	0,9	2.512	1,2
- partecipazioni in soc. immob.	212	0,1	212	0,1	229	0,1	229	0,1

Alla fine del 2024 i fondi pensione italiani hanno investito 207,8 miliardi di euro,

Gli investimenti nell'economia italiana, ossia in titoli emessi da residenti in Italia e in immobili, inclusi i titoli di Stato, sono complessivamente 40,1 miliardi di euro.

I titoli di capitale italiani incidono in media per il 6,1%.

(Fonte: COVIP Relazione annuale per l'anno 2024)

FOCUS SULLE CASSE DI PREVIDENZA

Casse di previdenza – Composizione dell'attivo a valori di mercato
(dati provvisori di fine anno; importi in milioni di euro)

	2023		2024	
	Importi	%	Importi	%
Depositi	6.499	5,7	7.347	5,9
Titoli di Stato	19.185	16,8	20.729	16,6
Altri titoli di debito	4.977	4,4	5.737	4,6
- quotati	4.622	4,1	5.230	4,2
- non quotati	355	0,3	506	0,4
Titoli di capitale	9.581	8,4	10.438	8,4
- quotati	7.159	6,3	7.870	6,3
- non quotati	2.422	2,1	2.569	2,1
OICVM	33.114	29,0	36.881	29,6
- di cui: titoli di debito	19.009	16,7	20.995	16,8
- di cui: titoli di capitale	12.010	10,5	13.838	11,1
Altri OICR	27.000	23,7	29.975	24,0
- di cui: fondi immobiliari	15.637	13,7	16.570	13,3
- di cui: fondi di private equity	4.536	4,0	5.232	4,2
- di cui: fondi di private debt	1.601	1,4	2.064	1,7
- di cui: fondi infrastrutturali	3.635	3,2	4.518	3,6
Immobili	2.591	2,3	2.525	2,0
Partecipazioni in società immobiliari	572	0,5	573	0,5
Polizze assicurative	539	0,5	394	0,3
Altre attività	9.960	8,7	10.099	8,1
- di cui: crediti contributivi	8.774	7,7	8.945	7,2
Totale attività	114.019	100,0	124.699	100,0
<i>Per memoria:</i>				
Investimenti immobiliari	18.800	16,5	19.668	15,8
- immobili	2.591	2,3	2.525	2,0
- fondi immobiliari	15.637	13,7	16.570	13,3
- partecipazioni in società immobiliari	572	0,5	573	0,5
Investimenti obbligazionari	43.172	37,9	47.461	38,1
- titoli di Stato	19.185	16,8	20.729	16,6
- altri titoli di debito	4.977	4,4	5.737	4,6
- titoli di debito sottostanti gli OICVM	19.009	16,7	20.995	16,8
Investimenti azionari	21.591	18,9	24.276	19,5
- titoli di capitale	9.581	8,4	10.438	8,4
- titoli di capitale sottostanti gli OICVM	12.010	10,5	13.838	11,1

Il totale delle attività detenute dalle casse di previdenza si attesta a fine anno a 124,7 miliardi di euro.

Gli investimenti delle casse di previdenza nell'economia italiana, ossia in immobili e in titoli emessi da entità residenti in Italia inclusi i titoli di Stato, ammontano a 46,5 miliardi di euro, pari al 37,3% delle attività totali (124,7 mld),

(Fonte: COVIP Casse di previdenza - Gli investimenti: dimensioni e composizione anno 2024)

FOCUS SULLE CASSE DI PREVIDENZA

Tra gli investimenti domestici restano prevalenti quelli immobiliari (17,1 miliardi di euro, pari al 13,7 per cento delle attività totali) e i titoli di Stato (15,5 miliardi, pari al 12,4 per cento delle attività totali).

Sono presenti titoli di capitale per un ammontare **8,7** miliardi di euro (in aumento di 1,2 miliardi rispetto al 2023).

Casse di previdenza – Investimenti domestici

(dati provvisori di fine anno; importi in milioni di euro)

	2023				2024			
	Investimenti domestici		Per memoria: Totale		Investimenti domestici		Per memoria: Totale	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%
Titoli di Stato	13.832	12,1	19.185	16,8	15.521	12,4	20.729	16,6
Altri titoli di debito	864	0,8	4.114	3,6	852	0,7	5.737	4,6
Titoli di capitale	7.539	6,6	9.581	8,4	8.729	7,0	10.438	8,4
OICVM	1.812	1,6	31.303	27,5	2.034	1,6	36.881	29,6
Altri OICR	16.779	14,7	27.000	23,7	16.250	13,0	29.975	24,0
- di cui: fondi immobiliari	13.933	12,2	15.637	13,7	14.058	11,3	16.570	13,3
Immobili	2.591	2,3	2.591	2,3	2.525	2,0	2.525	2,0
Partecipazioni in società immobiliari	549	0,5	572	0,5	548	0,4	573	0,5
Totale	43.965	38,6	97.022	85,1	46.459	37,3	106.858	85,7
Depositi			6.499	5,7			7.347	5,9
Polizze assicurative			539	0,5			394	0,3
Altre attività			9.960	8,7			10.099	8,1
Totale attività			114.019	100,0			124.699	100,0
<i>Per memoria:</i>								
Investimenti immobiliari	17.073	15,0	18.800	16,5	17.131	13,7	19.668	15,8
- immobili	2.591	2,3	2.591	2,3	2.525	2,0	2.525	2,0
- fondi immobiliari	13.933	12,2	15.637	13,7	14.058	11,3	16.570	13,3
- partecipazioni in società immobiliari	549	0,5	572	0,5	548	0,4	573	0,5

CONCLUSIONI

- **Ricapitalizzare Europa e Italia**: deve essere la priorità. Il mercato dei capitali è lo strumento, insieme alle sue regole e al set di vigilanza, non il fine.
- Nella scrittura delle norme europee **il concetto di investitore deve trovare centralità**, ricordando la funzione rischio rendimento.
- E' necessaria una fase di scrittura di **libri unici europei**, perlomeno di un **TUF europeo**.
- Il **risparmio paziente** va canalizzato verso i mercati finanziari a sostegno dell'economia reale europea
- **I fondi pensione possono svolgere una importante azione.**
- **Borse come infrastrutture**: si dispone di una sufficiente infrastruttura al servizio dell'economia reale.