
LA GRANDE TRASFORMAZIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI

Dalla Borsa ai Mercati Privati: come stanno cambiando capitale, rischio e creazione di valore



Stiamo ancora osservando il posto giusto per capire: rischio, capitale e creazione di valore?

E se il vero mercato fosse quello che non vediamo?

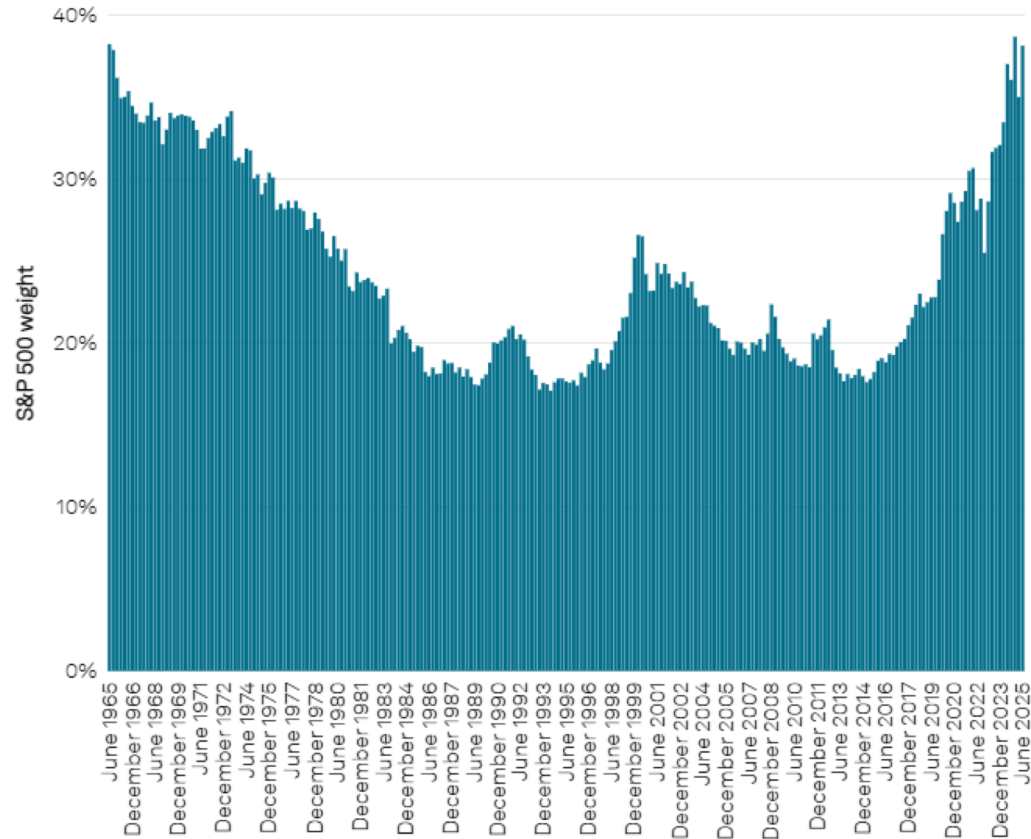
E se stessimo misurando il rischio e costruendo i portafogli guardando solo alla parte visibile dell'iceberg?



Top 10 weights as a proportion of the S&P 500

Quarterly data from June 1965 to June 2025

 Hover over the chart to see specific values



Data as of June 30, 2025.

Shows the weight of the then-current 10 largest companies.

Source: S&P Dow Jones Indices LLC.

© 2026 S&P Global.

La concentrazione in pochi titoli è un rischio rilevante?

S&P 500 - I livelli di concentrazione attuali sono simili a quelli degli anni 60.

Nel 1965 la capitalizzazione delle 10 aziende più grandi dell'S&P500 rappresentava ca. il 40% dell'indice.

Oggi la situazione è analoga....ma le aziende sono completamente diverse ed il mercato è profondamente diverso



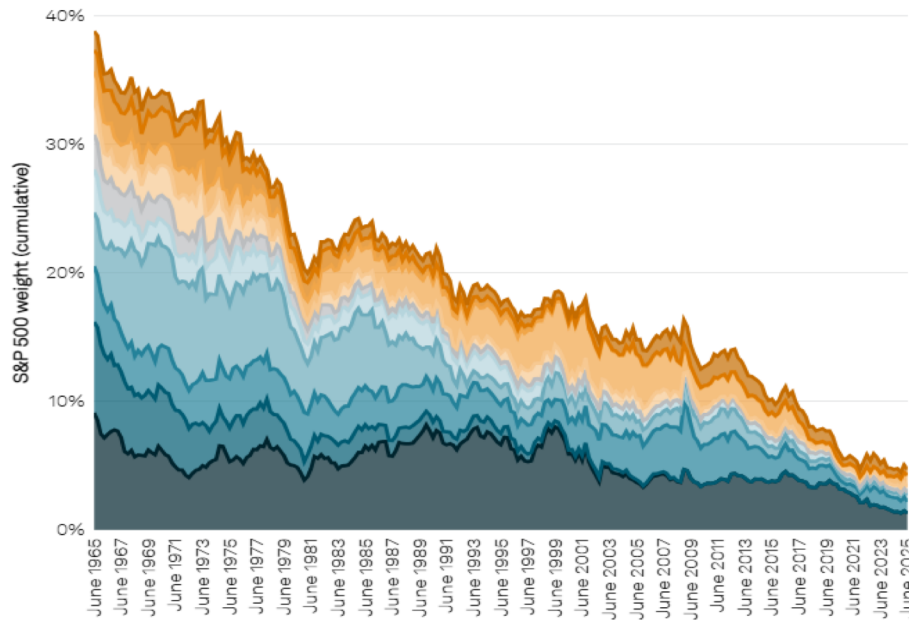
S&P 500 composizione del mercato nel tempo – 1965-2025

June 1965 S&P 500 top 10 cohort subsequent weights



Click a name below to hide it from the legend, and click it again to show it

AT&T General Motors ExxonMobil IBM DuPont Texaco
Sears GE Kodak Chevron



Data as of June 30, 2025.
Shows the weight of the then-current 10 largest companies.
Source: S&P Dow Jones Indices LLC.
© 2026 S&P Global.

Summary statistics – June 1965 S&P 500 top 10 cohort

Company	June 1965 weight	Max subsequent weight	June 2025 weight	Exit from S&P 500 (if applicable)
AT&T	9.11%	9.11%	0.00%	Nov. 5
General Motors	7.06%	7.23%	0.00%	June 9
Standard Oil Co. of New Jersey (Exxon)	4.36%	5.41%	0.88%	Still a member
IBM	4.15%	9.04%	0.52%	Still a member
DuPont	2.80%	2.80%	0.05%	Still a member
Texaco Inc.	2.71%	2.74%	0.00%	Merged with Chevron
Sears, Roebuck & Co.	2.68%	3.14%	0.00%	Sept. 12
General Electric	2.24%	4.53%	0.52%	Spinoff member
Eastman Kodak	1.66%	3.88%	0.00%	Dec. 10
Gulf Oil Corp. (Chevron)	1.47%	2.07%	0.44%	Still a member
Average	3.82%	4.99%	0.24%	54 of 60 years in

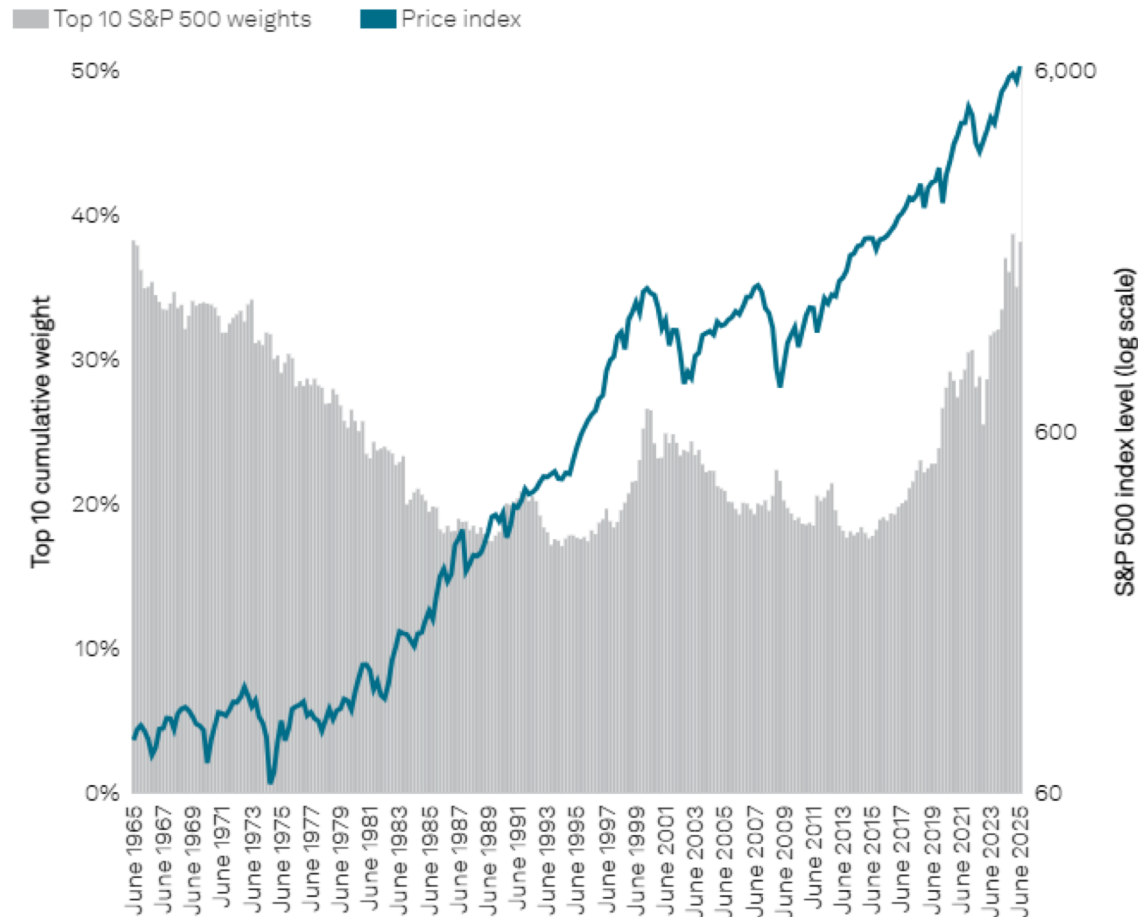
Data as of June 30, 2025.
Max weight based on quarter-end data.
Source: S&P Dow Jones Indices LLC.
© 2026 S&P Global.

- Le aziende che nel 1965 rappresentavano per capitalizzazione il 38,2% dell'indice S&P 500 oggi rappresentano il 2,4%
- La performance complessiva del gruppo delle prime dieci aziende del giugno 1965 è stata deludente negli anni a seguire.
- 3 di esse sono andate incontro a procedure fallimentari, tutte hanno visto ridursi drasticamente il proprio peso e diverse costituiscono potenziali casi di studio per le business school su "cosa sia andato storto" per aziende statunitensi un tempo dominanti e ampiamente ammirate.



S&P 500 performance, June 1965 to June 2025

 Hover over/click bars and line to view additional data



- Il mercato americano ha continuato a segnare rendimenti positivi nel lungo periodo.
- La media delle performance rolling a 5 anni è sempre stata positiva

Data as of June 30, 2025.

S&P 500 price performance in US dollars, excluding dividends, shown in logarithmic scale (right axis).

Past performance is no guarantee of future performance.

Source: S&P Dow Jones Indices LLC.

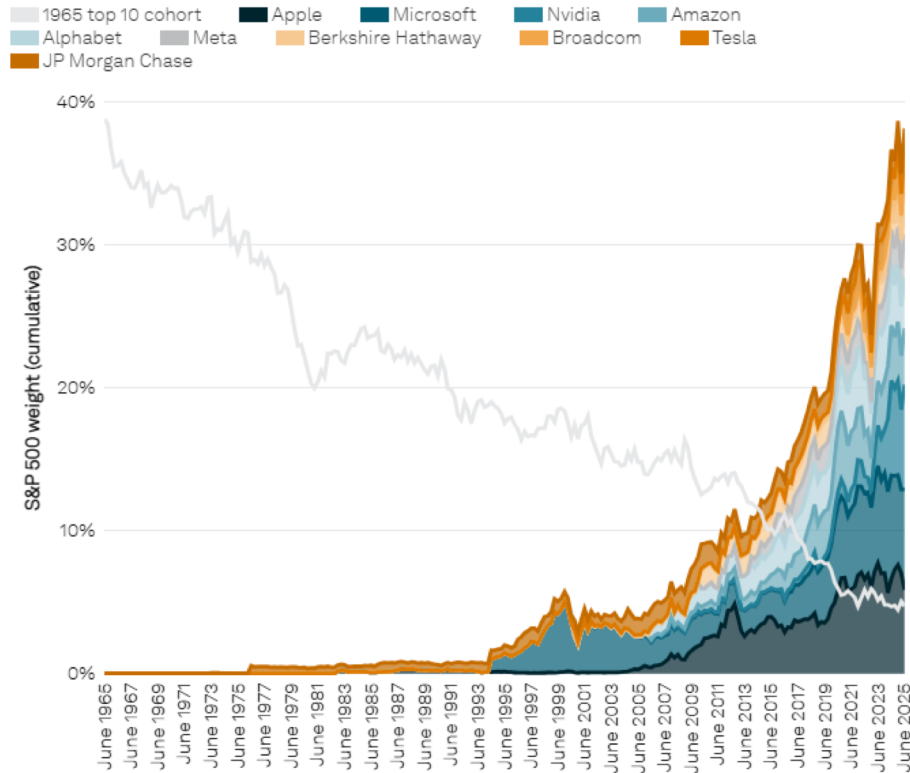
© 2026 S&P Global.



S&P 500 composizione del mercato nel tempo: 1965-2025

June 2025 S&P 500 top 10 cohort prior weights

Click a name below to hide it from the legend, and click it again to show it



Data as of June 30, 2025.
See Figure 1 for the 1965 top 10 cohort, included here for purposes of comparison.
Source: S&P Dow Jones Indices LLC.
© 2026 S&P Global.

Summary statistics – June 2025 S&P 500 top 10 cohort

Company	S&P 500 entry date	Starting weight	Maximum weight	Length of time in S&P 500 (to June 2025)
JP Morgan Chase	June 1973	0.04%	1.9%	52 years
Nvidia	November 2001	0.07%	7.3%	24 years
Amazon	November 2005	0.13%	5.0%	20 years
Apple	November 1982	0.18%	7.7%	43 years
Broadcom	July 2000	0.37%	2.5%	25 years
Meta	December 2013	0.58%	3.1%	12 years
Alphabet	April 2006	0.67%	4.4%	19 years
Microsoft	June 1994	0.94%	7.3%	31 years
Berkshire Hathaway	February 2010	1.28%	2.1%	15 years
Tesla	December 2020	1.58%	2.4%	5 years
Average	January 2001	0.58%	4.37%	24 years

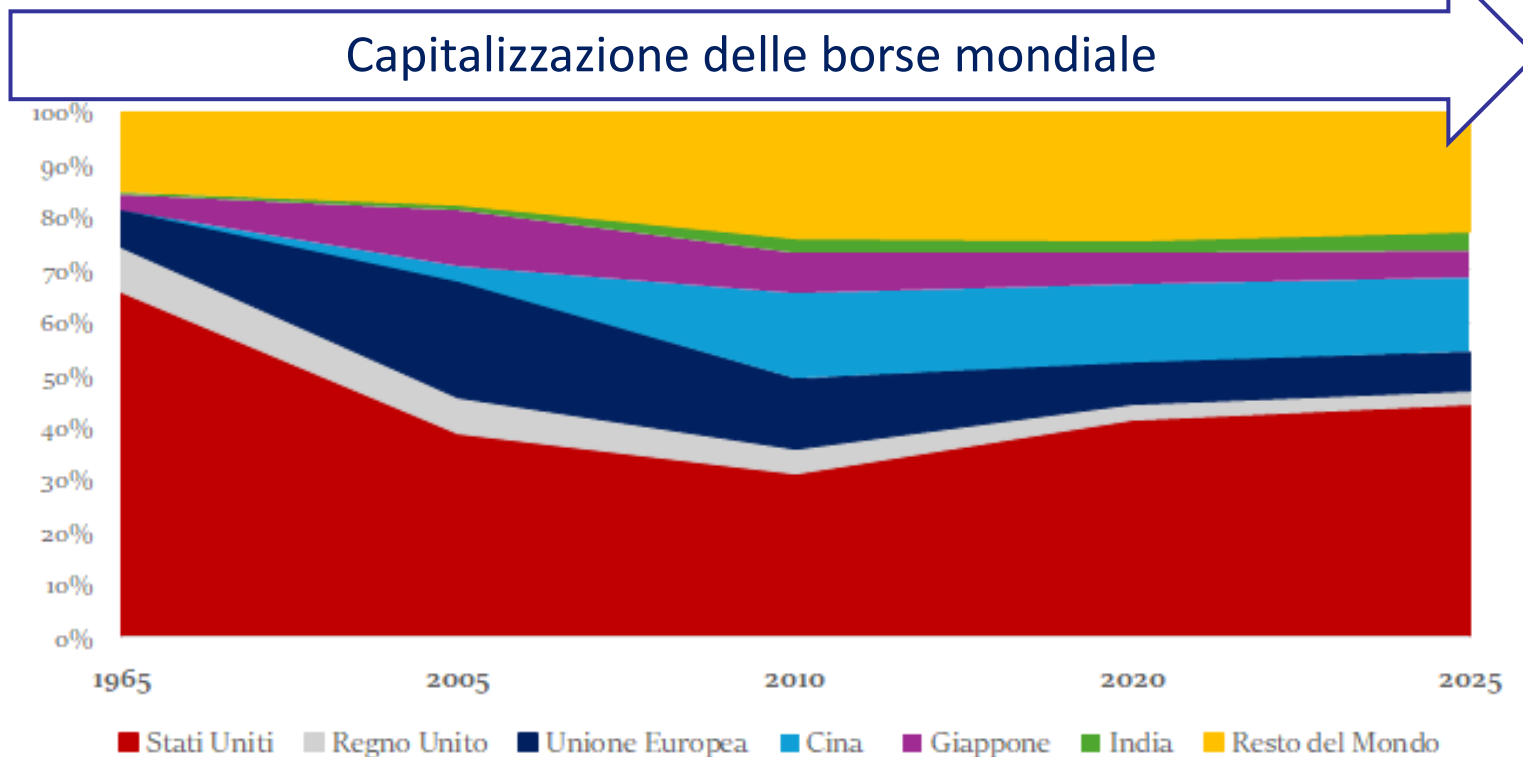
Data as of June 30, 2025.
Max weight based on quarter-end data.
Source: S&P Dow Jones Indices LLC.
© 2026 S&P Global.



La concentrazione del mercato americano

1965 – Capitalizzazione
Azionaria **0,27 Triloni**

2025 – Capitalizzazione
Azionaria **152 Triloni**



Fonte: World Federation of Exchanges

Negli anni '60 i mercati azionari erano molto concentrati nella sola area geografica americana che rappresentava ca. il 67% della capitalizzazione mondiale

Nel 2025 gli Stati Uniti rappresentano ca. il 44% della capitalizzazione mondiale

I paesi dell' Unione Europea hanno perso una rilevante quota della capitalizzazione azionaria negli ultimi 20 anni, passando da un picco del 2005 di ca. il 22% all'attuale 7%

Se né la concentrazione in pochi titoli né la concentrazione geografica negli Stati Uniti sono una novità, allora cosa è cambiato davvero?

In cosa consiste la trasformazione dei mercati finanziari?



La Grande Trasformazione dei mercati dei capitali

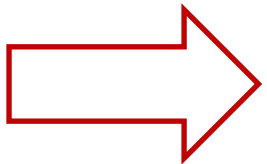
Tre megatrend, strutturali, interconnessi, che stanno ridefinendo l'architettura, il funzionamento e il processo di formazione dei prezzi nei mercati dei capitali.



Insieme, questi fenomeni stanno modificando i meccanismi:

- di formazione dei prezzi
- di allocazione del capitale,
- di finanziamento dell'economia

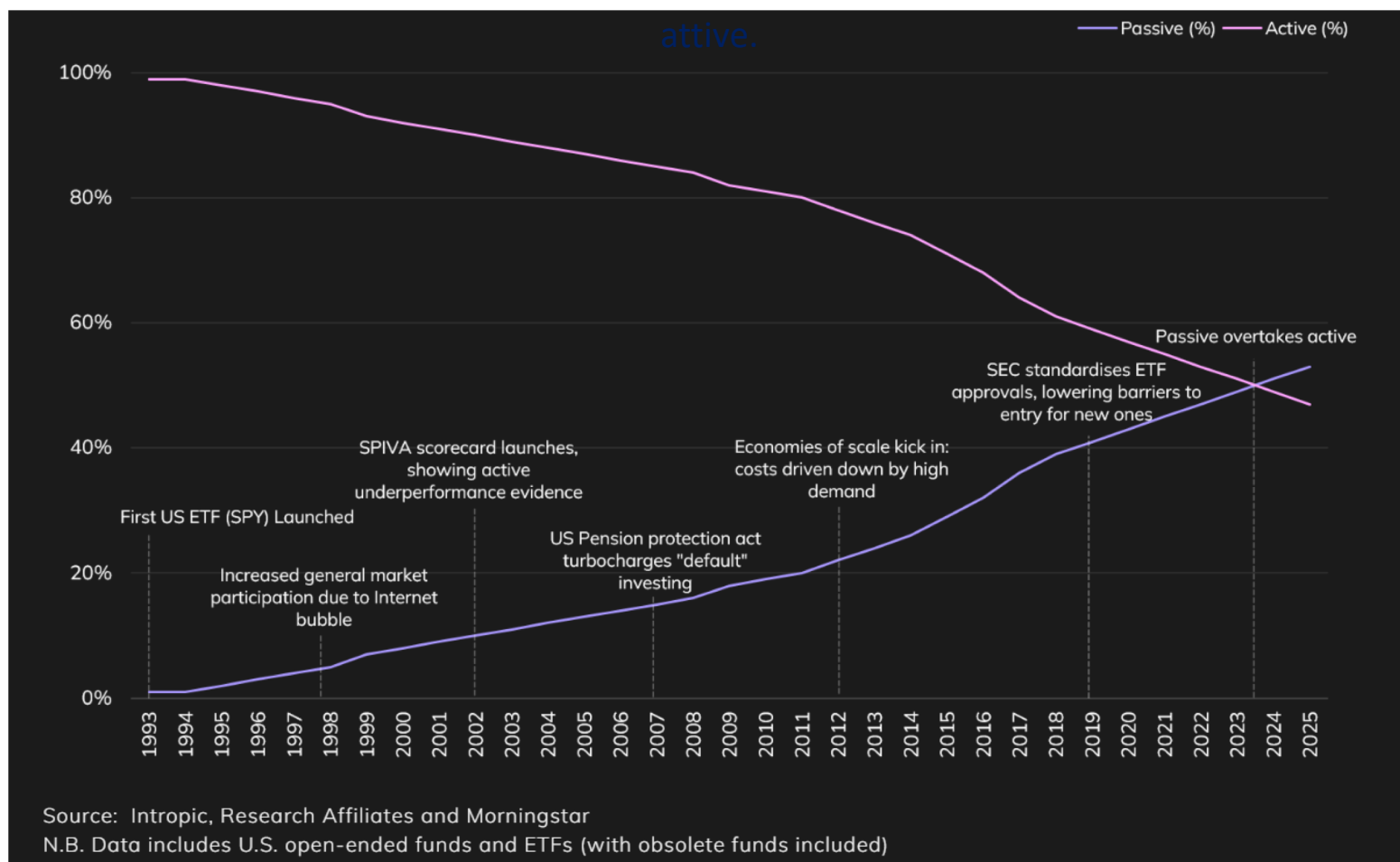
segnando il passaggio da un capitalismo fondato sui mercati pubblici a un modello sempre più orientato ai mercati privati.



I mercati quotati rappresentano una quota sempre più ridotta dell'economia reale e della creazione di valore



Nel 2023 il sorpasso: La quota di flussi investita su fondi americani indicizzati ha superato le gestioni



La crescita della gestione passiva rappresenta uno dei fattori chiave della grande trasformazione dei mercati dei capitali, poiché modifica i meccanismi di allocazione delle risorse, di formazione dei prezzi e di conseguenza anche il meccanismo di finanziamento delle imprese.



La crescita della gestione passiva a scapito della gestione attiva rappresenta una delle tendenze più rilevanti degli ultimi trent'anni.

Questo fenomeno, non si arresta ed è stato sostenuto principalmente da due fattori.

- **Costi/Commissioni basse:** gli ETF e i fondi indicizzati offrono un'esposizione ai mercati a commissioni inferiori rispetto ai fondi a gestione attiva, consentendo agli investitori di trattenere una quota maggiore dei rendimenti nel lungo periodo.
- **Performance superiori alla gestione attiva-** difficoltà nel battere il mercato della gestione attiva: la maggior parte dei gestori attivi non riesce a sovra-performare il proprio benchmark nel lungo periodo. I dati Morningstar indicano che circa il 90% dei fondi attivi sotto performa il benchmark su un orizzonte di 10 anni, sia negli Stati Uniti sia in molte altre aree geografiche.

In che modo la forte crescita degli investimenti passivi sta modificando il funzionamento dei mercati finanziari?

Minore efficienza nella formazione dei prezzi

Una quota crescente di capitale viene infatti allocata in funzione dell'appartenenza a un indice piuttosto che sulla base dei fondamentali delle imprese o degli emittenti. Ciò può ridurre l'efficienza della **price discovery** nei mercati azionari e obbligazionari, aumentando il rischio di disallineamenti tra prezzi di mercato e valore economico sottostante.

Maggiore concentrazione dei flussi

I fondi passivi allocano capitale in funzione della capitalizzazione di mercato, i maggiori flussi si dirigono verso le aziende già più grandi. Questo crea un meccanismo auto-rinforzante che favorisce società più grande indipendentemente dal loro valore/sostenibilità

Maggiore volatilità e correlazione

I fondi passivi acquistano e vendono titoli in base alla loro presenza negli indici e non sulla base dei fondamentali aziendali. Ciò rende la domanda di azioni/obbligazioni meno sensibile ai prezzi e può amplificare i movimenti di mercato, sia al rialzo sia al ribasso e ad amplificare i movimenti congiunti di titoli che appartengono allo stesso indice.

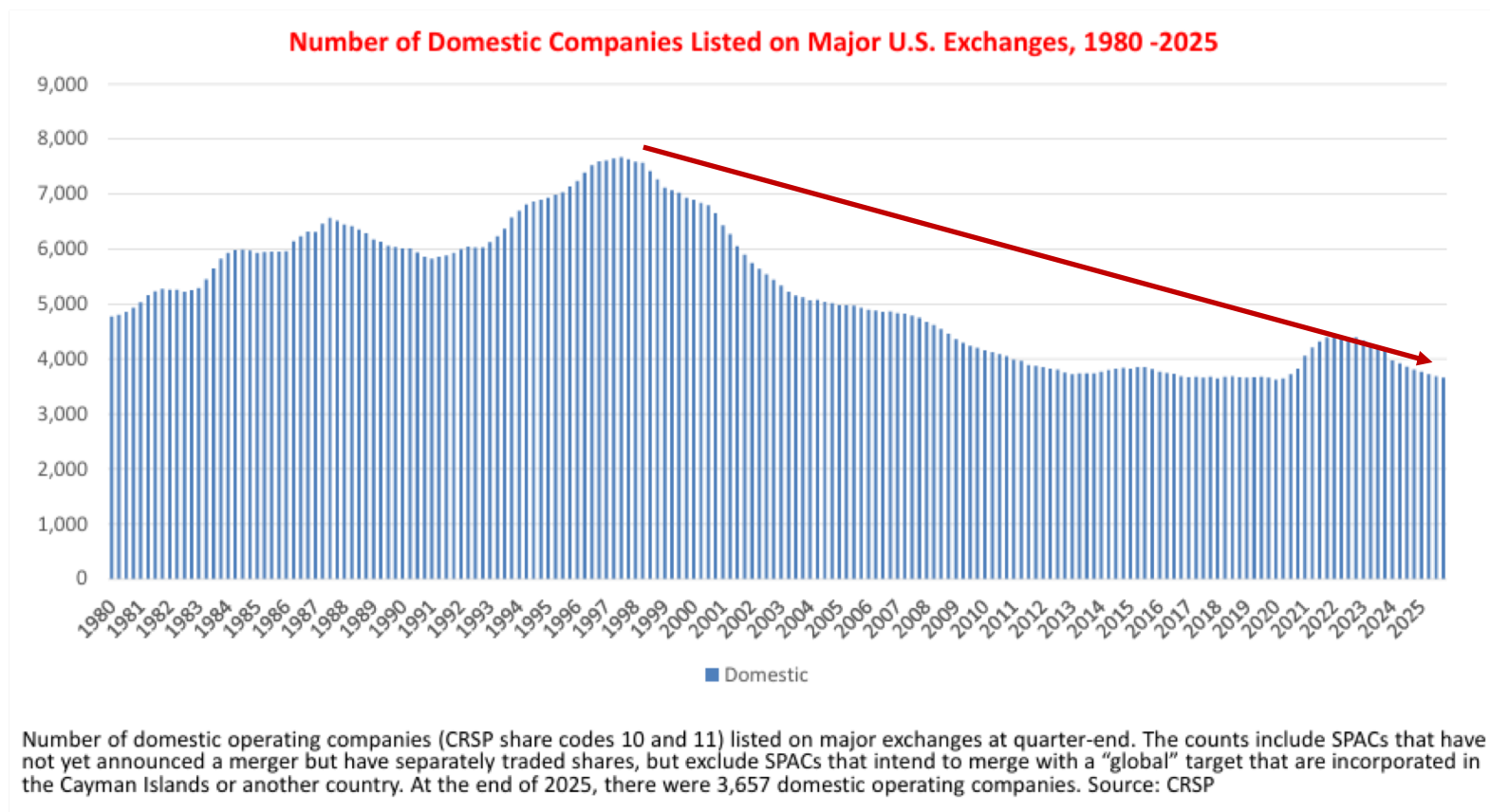
Minore liquidità dei mercati

In periodi di mercato tranquilli gli ETF offrono un'elevata liquidità agli investitori. Tuttavia, nelle fasi di forte volatilità molti operatori possono cercare di vendere contemporaneamente gli stessi strumenti, creando pressioni su un numero limitato di titoli sottostanti.



Delisting – la borsa si sta svuotando

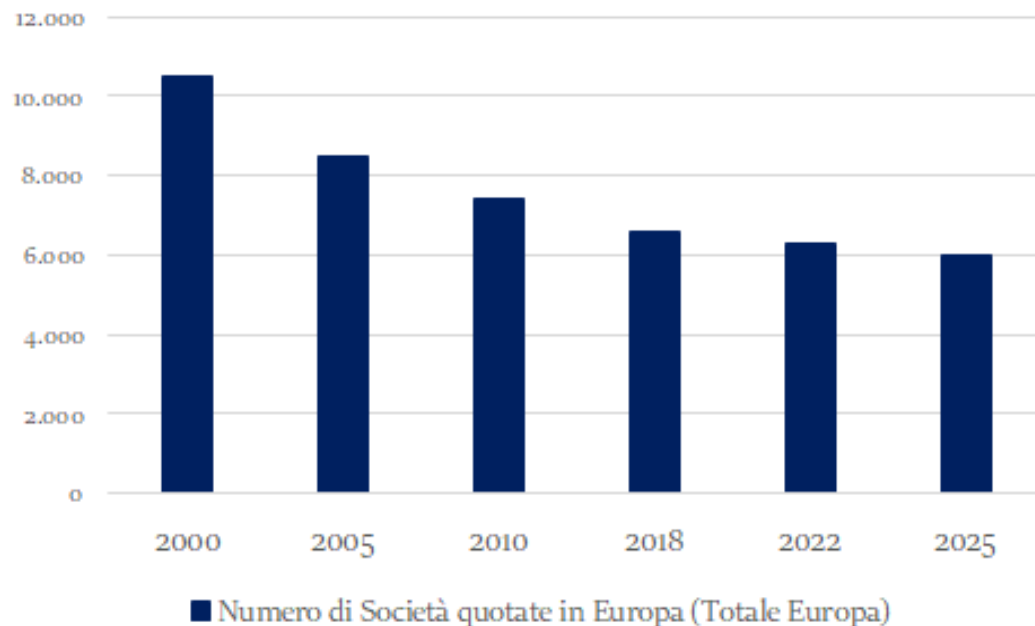
Il fenomeno del delisting ha ridotto drasticamente l'ampiezza dei mercati azionari pubblici. Negli Stati Uniti il numero di società quotate è sceso da oltre **7.300 alla fine degli anni '90 a circa 3.900 oggi**. Parallelamente, una quota crescente delle imprese ha scelto di rimanere privata o di uscire dai mercati regolamentati, spesso finanziandosi attraverso fondi di private equity e investitori istituzionali. Oggi solo il 13% delle società statunitensi con oltre 100 milioni di dollari di fatturato è quotato in Borsa.





Delisting – la borsa si sta svuotando

Il fenomeno del listing gap colpisce l'Europa in modo persino più severo e cronico rispetto agli Stati Uniti.



Rome Business School - Il fenomeno dei delisting in Europa: dinamiche, attori e implicazioni per i mercati dei capitali.

L'Europa ha perso quasi la metà delle società quotate in 25 anni: da oltre 11.000 a poco più di 5.800. Mentre l'economia cresceva, i mercati pubblici diventavano progressivamente meno rappresentativi del tessuto produttivo europeo.

L'Europa non sta perdendo soltanto quotazioni: sta perdendo i suoi campioni industriali, sempre più attratti dalla profondità, dalla liquidità e dalle valutazioni offerte da Wall Street. (Es. Arm, CRH, Ferguson...).

Meno società quotate e meno campioni industriali significano mercati meno rappresentativi, meno liquidi e meno attrattivi: un circolo vizioso che rischia di indebolire ulteriormente il ruolo dell'Europa nei mercati globali dei capitali.

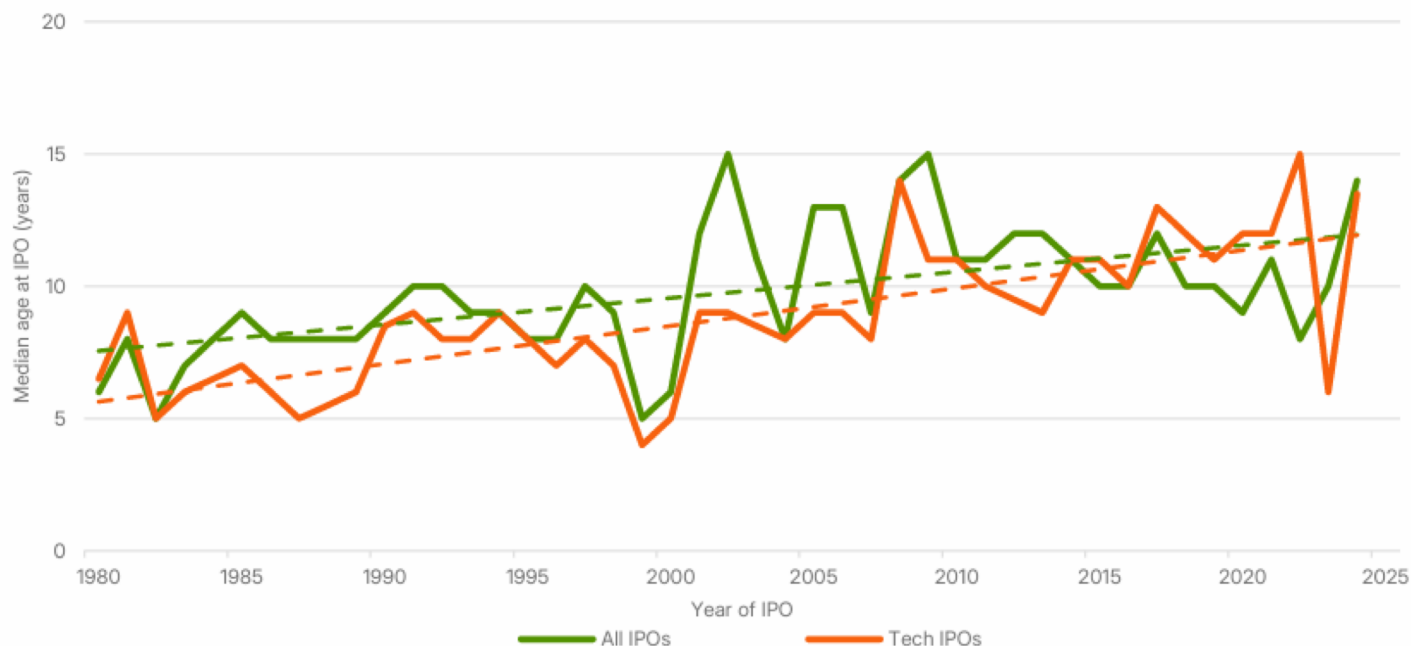


Aumento dell'holding period

Le imprese non si quotano più prima: si quotano dopo.

L'abbondanza di capitale privato permette alle aziende di finanziare internamente le fasi più dinamiche della crescita, rinviando l'IPO a uno stadio molto più maturo del ciclo di vita. Di conseguenza, una quota crescente della creazione di valore si realizza prima dell'ingresso nei mercati pubblici.

Companies are staying private for longer



Source: University of Florida, Warrington College of Business. "Jay R. Ritter. IPO Data." The dashed line shows the long-term trends.

Se in passato la Borsa finanziava la crescita, oggi spesso interviene solo quando gran parte della crescita è già stata finanziata dai mercati privati.

Perché le società si delistano o non si quotano più?

Maggiore disponibilità
di capitale privato

Oggi un'impresa può raccogliere miliardi di dollari tramite: Private Equity; Venture Capital; Growth Equity; Private Credit; fondi sovrani e investitori istituzionali. In passato la quotazione era quasi obbligatoria per finanziare la crescita. Oggi molte aziende riescono a raggiungere dimensioni enormi rimanendo private

Costi e oneri normativi
della quotazione

Essere quotati implica: obblighi di reporting trimestrale; relazioni con investitori e analisti; requisiti di governance; controlli regolamentari; costi legali/compliance. Le aziende evitano questi vincoli anche per mantenere maggiore flessibilità operativa. Per molte imprese, soprattutto di medie dimensioni, tali costi ed oneri non sono più compensati dai benefici.

Le imprese si quotano
più tardi

L'abbondanza di capitale privato consente alle aziende di finanziare internamente gran parte della propria espansione e di posticipare l'IPO a una fase molto più avanzata del ciclo di vita aziendale. La Borsa non finanzia più la crescita iniziale delle imprese; spesso interviene soltanto dopo che gran parte del valore è già stata creata.

Gli imprenditori
vogliono mantenere
controllo e visione di
lungo termine

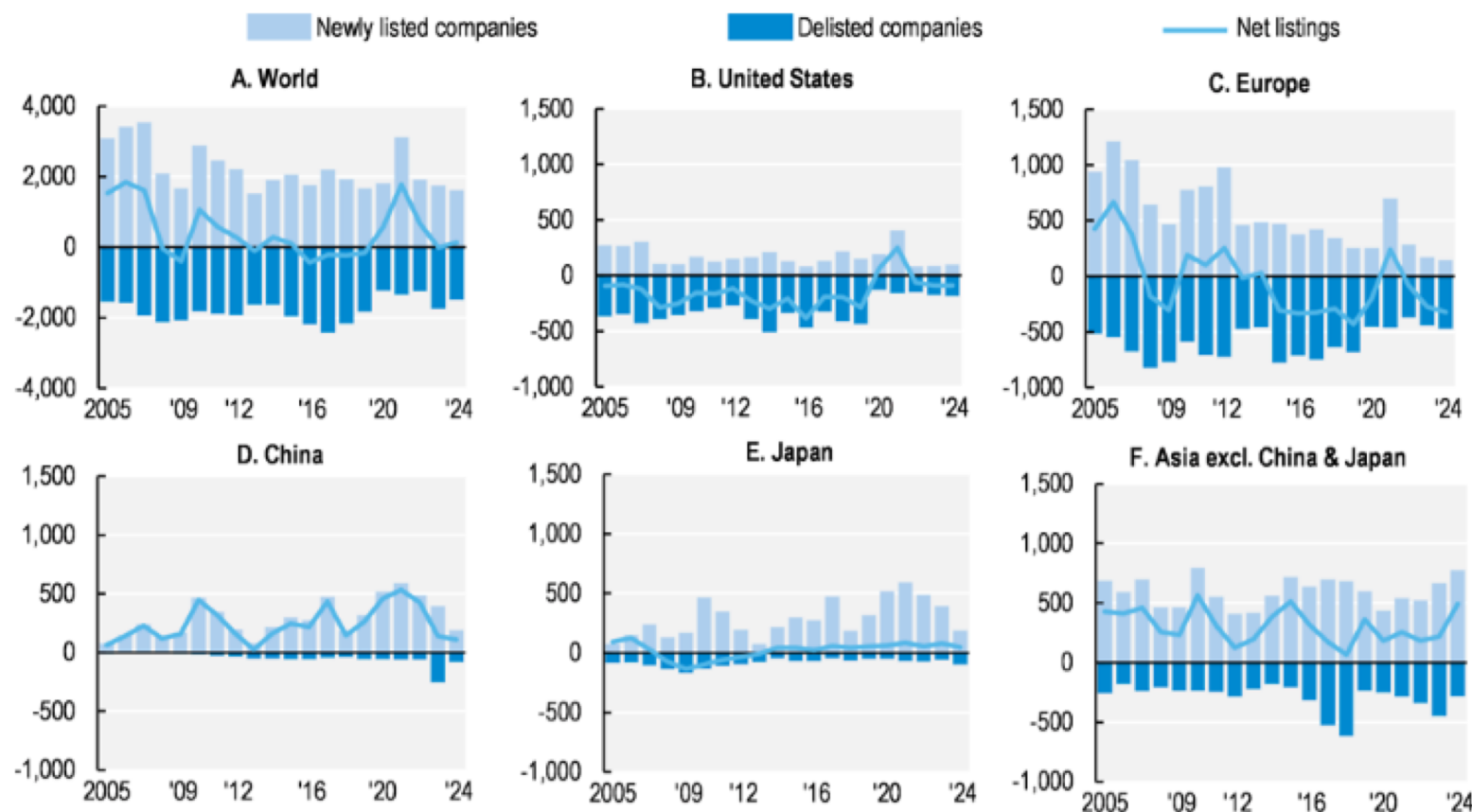
Nei mercati privati: c'è meno pressione sui risultati trimestrali; si possono perseguire strategie di lungo periodo; i fondatori mantengono più facilmente il controllo dell'impresa; vi è maggiore riservatezza sulle strategie aziendali. I mercati privati offrono capitale senza imporre la continua disciplina del mercato azionario.



La situazione nei mercati asiatici: un trend opposto

Il crollo delle società quotate non è un fenomeno diffuso equamente in tutte le aree geografiche.

I mercati asiatici stanno vivendo un vero e proprio boom di quotazioni, compensando ampiamente il declino occidentale. Negli ultimi 20 anni infatti, il saldo netto globale tra nuove quotazioni e delisting è rimasto quasi sempre positivo, trainato principalmente dai mercati Asiatici, mentre i mercati occidentali contribuiscono negativamente





In che modo il delisting sta modificando il funzionamento dei mercati finanziari?

Riduce la rappresentatività dei mercati azionari

Quando un numero crescente di imprese lascia la Borsa o sceglie di non quotarsi, il mercato quotato diventa una rappresentazione sempre meno completa dell'economia reale. Una quota crescente della crescita economica, dell'innovazione e della creazione di valore si sviluppa al di fuori dei mercati pubblici.

Diminuiscono le opportunità di investimento

Con meno società quotate: si riduce l'universo investibile; diminuisce la diversificazione disponibile; aumenta la concentrazione degli indici su un numero limitato di grandi società.

Riduce l'efficienza del «price discovery»

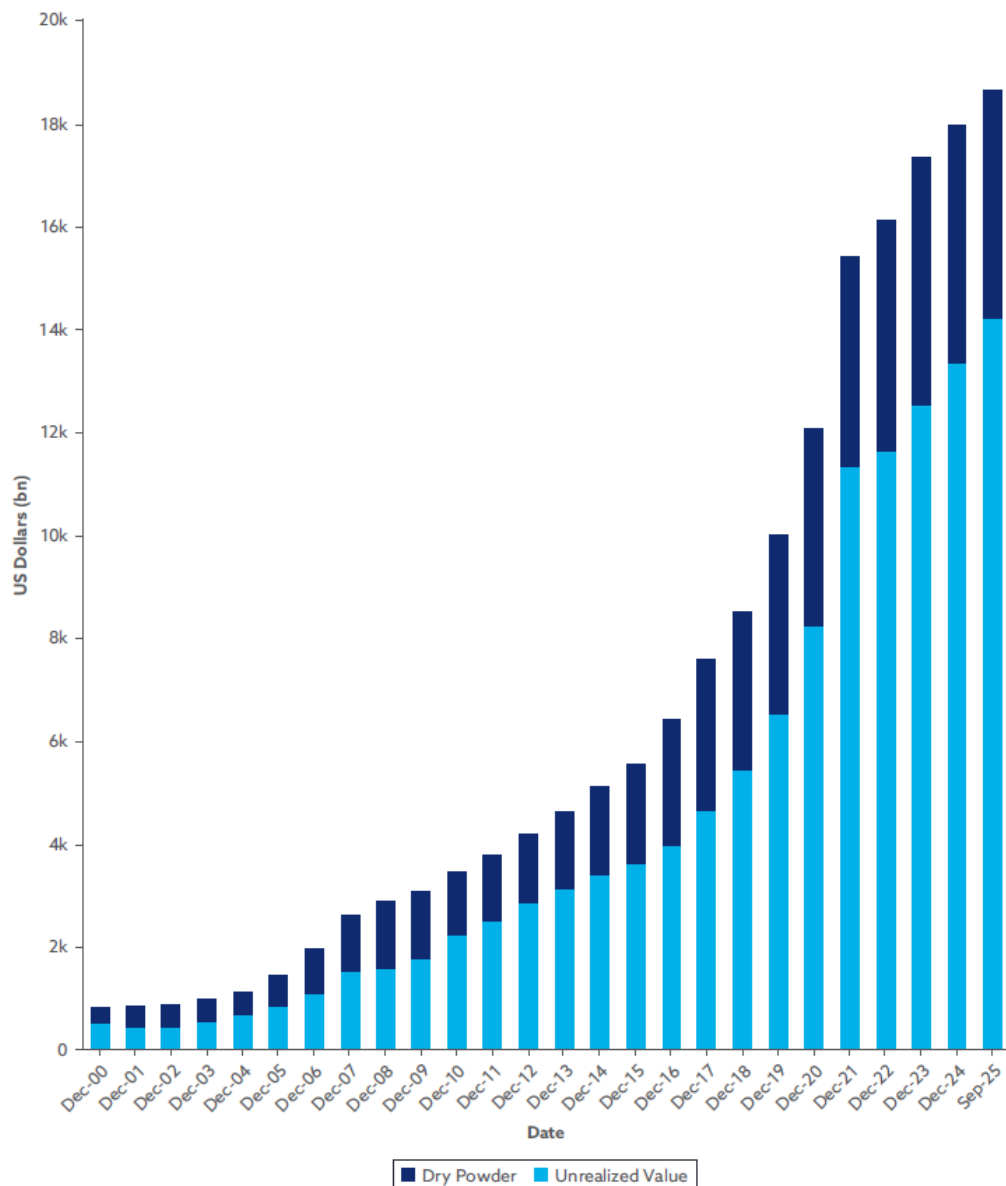
La Borsa svolgeva una funzione centrale di valutazione continua delle imprese. Se un numero crescente di aziende opera nei mercati privati: i prezzi vengono osservati meno frequentemente; aumenta l'opacità informativa; una quota crescente dell'economia non è soggetta al giudizio quotidiano del mercato. Ne deriva una minore trasparenza nel processo di allocazione del capitale.

Riduzione della profondità del mercato (più esposizione agli shock)

Con meno società quotate: diminuisce l'ampiezza dell'universo investibile; si riduce la capacità del mercato di assorbire grandi flussi; i flussi tendono a concentrarsi sugli stessi titoli: Mercati meno profondi tendono a reagire in modo più brusco agli shock.



Exhibit 1. Global Private Market AUM, December 2000–September 2025



Source: Preqin.

Accanto al declino dei mercati pubblici stiamo assistendo alla forte crescita dei mercati privati: Mentre le borse pubbliche soffrono a causa del "listing gap" (poche IPO e molti delisting), la raccolta di capitali privati segue dinamiche opposte.

PitchBook (2026b) riporta che gli impegni globali di capitale privato hanno raggiunto circa 1,26 trilioni di dollari nel 2025. Al contrario, negli ultimi anni, i proventi delle IPO negli Stati Uniti sono generalmente rimasti nell'ordine di decine di miliardi di dollari.

Spostamento dei flussi di capitale: Le aziende preferiscono raccogliere capitali da fondi di Private Equity o investitori istituzionali rimanendo private, poiché evitano i gravosi e costosi obblighi di trasparenza della borsa.

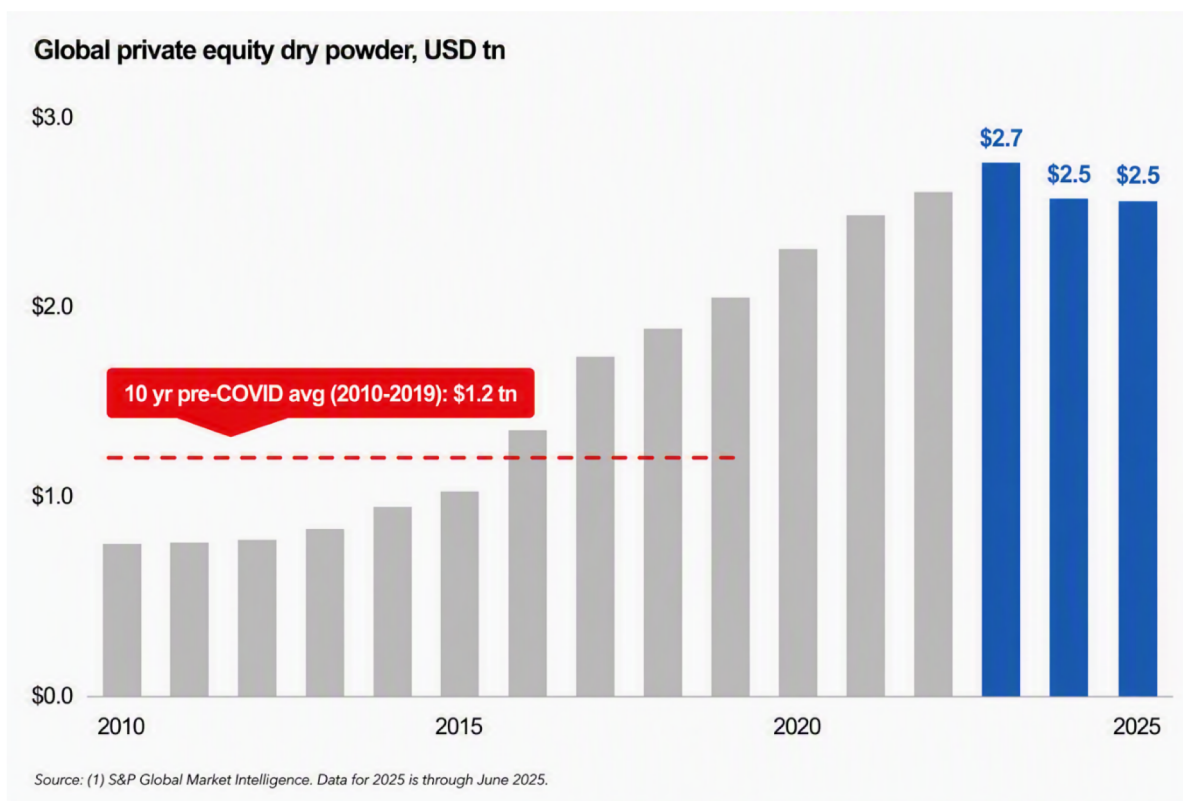
Negli ultimi dieci anni, il Private Equity ha ampliato significativamente la propria attività, sia in termini di numero di deal sia di valore delle operazioni, confermando il crescente ruolo

dei Private Markets nel finanziamento delle imprese.



La forte crescita dei Mercati Privati – crescita del dry powder

La crescita del dry powder sta ridefinendo i mercati dei capitali: i fondi di Private Equity dispongono di oltre \$2.000 miliardi di risorse finanziarie non investite, paragonabili alla capitalizzazione di interi mercati azionari europei, rafforzando la capacità dei mercati privati di competere con Borsa e sistema bancario

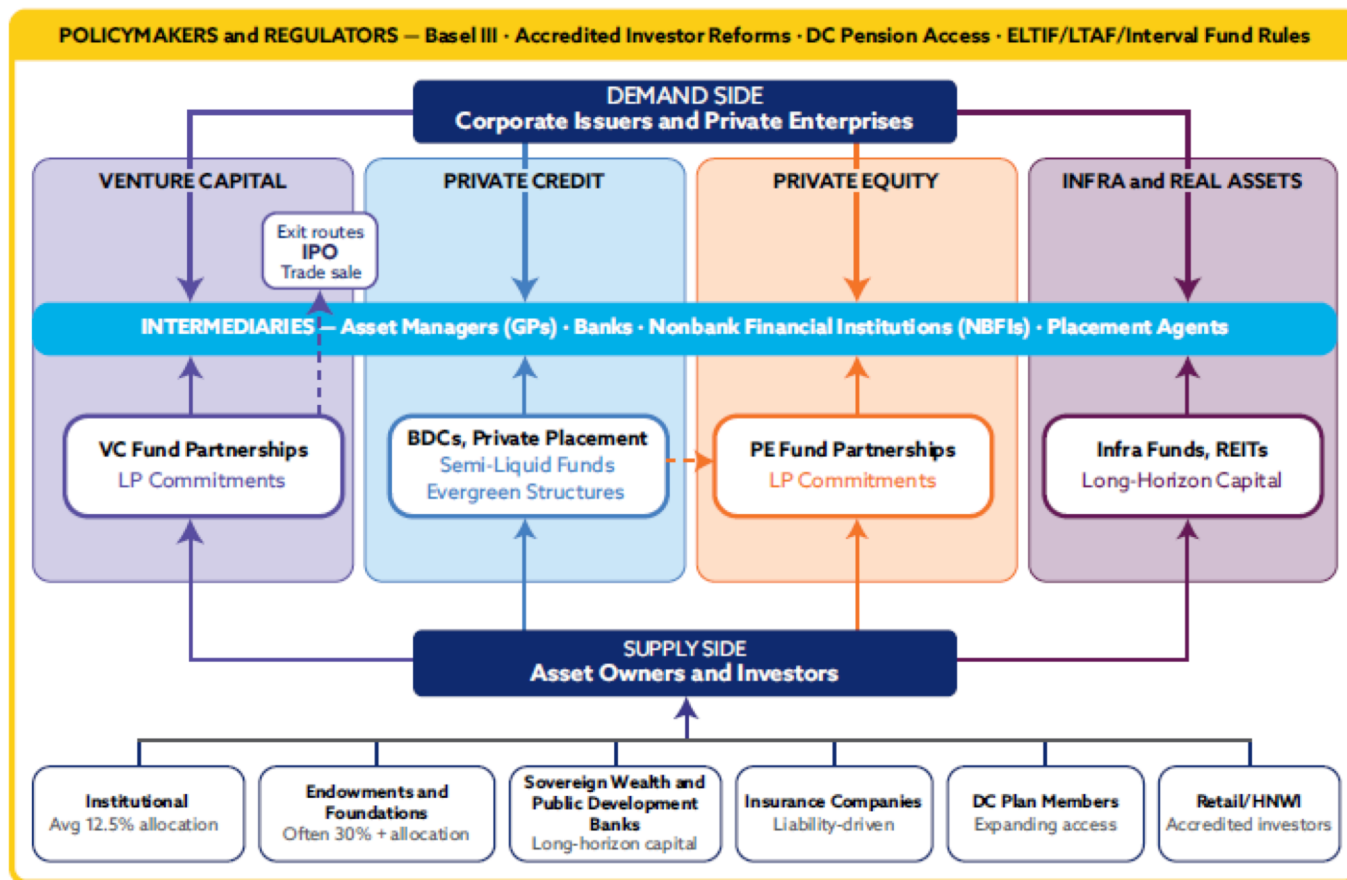


L'eccesso di dry powder alimenta la competizione per gli asset, spinge al rialzo le valutazioni e può incentivare un maggiore ricorso alla leva finanziaria, **accrescendo il rischio sistemico.**



La catena del valore nei mercati privati

Le imprese non cercano più soltanto capitale, ma fonti di finanziamento coerenti con i propri modelli di business, orizzonti di crescita e assetti di governance. In questo contesto, i mercati privati risultano spesso più efficaci delle banche e dei mercati quotati. La competizione non riguarda più l'accesso al capitale, ma la qualità del capitale.



Source: Graphic generated by Claude.ai, Anthropic, May 2026. Edited for style and content.

Il finanziamento dell'economia reale dipende sempre meno dai mercati azionari pubblici e sempre più da fondi pensione, private equity, private credit e altri investitori istituzionali.

La Borsa non è più il principale luogo di formazione del capitale: una quota crescente della crescita economica viene oggi finanziata attraverso i mercati privati.



Non stiamo semplicemente osservando meno società quotate e più investimenti nei mercati privati.

Siamo di fronte a una trasformazione strutturale dei mercati dei capitali: dal capitalismo basato sui mercati pubblici, fondato su trasparenza, liquidità e accesso diffuso agli investimenti, a un sistema sempre più centrato sui mercati privati, in cui una quota crescente della crescita economica, dell'innovazione e del credito viene finanziata da investitori istituzionali.



**Il baricentro della finanza si sta spostando
dai mercati pubblici ai mercati privati**

.....ed il Rischio???



Il rischio si sposta e si «allarga» – Nuovi Rischi Sistemici

- dalle banche ai fondi;
- dai mercati liquidi agli asset illiquidi;
- da valutazioni giornaliere a valutazioni periodiche;
- dai prezzi di mercato alle valutazioni basate su modelli.

modello "public markets-based"

Il rischio è prevalentemente:

- trasparente;
- quotato giornalmente;
- misurabile attraverso la finanza quantitativa
- distribuito tra milioni di investitori;
- facilmente osservabile dalle autorità di vigilanza.

Price Discovery – Market Efficiency – No
Arbitrage Pricing

modello "private markets-based"

Il rischio è:

- Meno visibile;
- Meno liquido;
- Più difficile da misurare
- Più concentrato
- Meno individuabile dalle autorità di vigilanza

Model-Based Valuation – Appraisal-Based Pricing
– Mark-to Model

Stiamo passando da un rischio visibile e distribuito a un rischio meno visibile, più concentrato e più interconnesso



Sempre meno
rappresentativi
dell'economia reale



Universo Investibile

Investimenti Illiquidi



Sempre più necessari
per accedere
all'intero ciclo di vita
delle imprese

Manca l'analisi ed il
monitoraggio di una
pluralità di rischi

Priorità:

- Integrare i modelli di misurazione del rischio con i nuovi rischi sistemici determinati dalla trasformazione dei mercati dei capitali
- Ampliare l'attuale analisi della rischiosità degli investimenti ai mercati privati
- Introdurre una versione integrata dell'analisi del rischio del patrimonio





Authorized and regulated by the Financial Conduct Authority

Davide Cipparrone

davide.cipparrone@mangustarisk.com

Lara Pederzoli

lara.pederzoli@mangustarisk.com

Andrea Canavesio

andrea.canavesio@mangustarisk.com

Londra

48 Dover Street,
London - W1S 4FF

Roma

Via Atanasio Kircher, 7
IT-00197 Roma

www.mangustarisk.com