



Manifesto per lo sviluppo dei Mercati dei Capitali in Italia

NOVEMBRE 2023

WWW.MANIFESTOMERCATICAPITALI.IT

Executive Summary

Dieci proposte per lo sviluppo dei mercati dei capitali

I temi sollevati all'interno del documento e le relative proposte per affrontarli sono riepilogati di seguito. Crediamo che un intervento legislativo efficace debba necessariamente coprire tutte le azioni elencate e, congiuntamente con le modifiche proposte nel DDL Capitali attualmente in finalizzazione in Parlamento, possa dare un notevole slancio allo sviluppo dei mercati dei capitali in Italia.

Investitori ed intermediari finanziari

Criticità

1.
 - Peso ridotto degli investitori istituzionali italiani nel capitale delle società quotate italiane: meno del 10% vs ca. 20% dei principali mercati europei
 - Volumi azionari in calo per small cap: -50% su small cap quotate sul mercato regolamentato e -35% per società quotate sul mercato di crescita noto come "Euronext Growth Milan"
 - Valutazioni compresse per small cap: P/E 2023E a 10x (rispetto al 15x di inizio 2022) e sconto su titoli europei del 22% a novembre 2023 (dal 7% a inizio 2023)

Azioni

- Sforzo di sistema dei principali player italiani tra banche, assicurazioni, fondazioni, fondi pensione e casse previdenziali nella promozione e implementazione di un progetto, denominato "Capitali Italia – Mercati Finanziari per le Imprese", sponsorizzato da autorità e Governo, che preveda la creazione di 20-25 portafogli o fondi di investimento specifici per PMI quotate italiane di €100–200 milioni ciascuno, per una raccolta totale di €3–5 miliardi
- Creazione di un fondo di fondi finanziato per €1 miliardo che selezioni 10 gestori da €100 milioni ciascuno per investimenti in PMI quotate italiane attraverso fondi PIR alternativi (cfr. punto 3)

Investitori ed intermediari finanziari

Criticità

2

- Deflussi costanti da fondi PIR ordinari: €2,1 miliardi da inizio anno a settembre 2023

3

- Peso ridotto dei PIR alternativi: 0,13% del totale fondi collocati in Italia al primo trimestre 2023
- A fine 2022 quota allocata a titoli quotati nei fondi PIR alternativi inferiore a €100 milioni

4

- Limitata presenza di intermediari finanziari che scrivono ricerca azionaria su almeno 100 società quotate italiane

Azioni

- Eliminazione dell'unicità dei PIR ordinari e introduzione di iniziative volte ad evitare fenomeni di disinvestimento a seguito dei vincoli temporali di detenzione per l'ottenimento dei benefici fiscali
- Modifica della normativa su PIR alternativi, incrementando l'allocazione potenziale su mid-cap quotate (società incluse nell'indice FTSE Italia Mid Cap) per rendere la normativa maggiormente flessibile per fondi completamente investiti su titoli quotati
- Introduzione di detrazioni fiscali simili a quelle attualmente riservate agli investimenti in PMI innovative
- Allargamento della platea dei potenziali investitori alle persone giuridiche
- Introduzione di un credito d'imposta sui costi della ricerca indipendente sostenuta dagli operatori
- Introduzione di un credito d'imposta sui costi sostenuti dagli emittenti per la ricerca sponsorizzata
- Creazione di strumenti mutualistici a supporto dei costi di ricerca sostenuti da emittenti e operatori, con il contributo, diretto o indiretto, dello Stato (e.g. fondi di categoria sul modello anglosassone)

Autorità e sistema giudiziario

Criticità

Azioni

5

- Regime legale di responsabilità più gravoso rispetto alle altre autorità europee e carattere “prudenziale” dell’attività di Consob
- Eccessiva lentezza dei procedimenti amministrativi
- Regime contributivo a favore di Consob, sostenuto dai soggetti vigilati, in costante aumento

- Introdurre la “statutory immunity” per i funzionari di Consob, rispondendo per l’attività di istruttoria e vigilanza soltanto nei casi di malafede
- Ridefinire il modello di governance della Consob, concentrando sulla Commissione le scelte strategiche e di particolare rilevanza e delegando alla struttura operativa i compiti gestionali e decisionali su tutti i temi che non presentino criticità particolari
- Snellimento delle procedure di vigilanza e istruttoria anche in un’ottica di efficientamento dei costi complessivi
- Revisione delle modalità di allocazione dei contributi e dell’importo complessivo della spesa
- Copertura dei costi di Consob, che non siano strettamente legati all’attività di vigilanza, da parte dello Stato

Autorità e sistema giudiziario

Criticità

Azioni

6

- Approcci di regolamentazione e vigilanza che penalizzano lo sviluppo dei mercati dei capitali e la diversificazione delle fonti di finanziamento degli emittenti

- Inserire tra gli obiettivi strategici della Consob e Banca d'Italia lo sviluppo e la competitività dei mercati dei capitali

7

- Elevato livello di sanzioni verso i soggetti vigilati rispetto alla media europea

- Introduzione di nuove modalità di interazione con i soggetti vigilati, in ottica di cooperazione, sull'esempio delle *no action letter* americane

8

- Lentezza del sistema giudiziario italiano

- Estensione delle competenze delle sezioni giudiziarie specializzate in materia di impresa anche alle controversie in tema di intermediazione finanziaria
- Possibilità di applicazione dell'arbitrato societario anche alle società quotate

Fiscaltà

Criticità

9

- Maggiore incentivo all'assunzione di debito rispetto alla capitalizzazione delle imprese dato dal framework fiscale italiano, che contribuisce ad un peggioramento del merito creditizio e ad una maggiore dipendenza delle imprese dal sistema bancario

10

- Mancanza di differenziazione in merito alle forme di indebitamento con riferimento al tetto massimo di deducibilità degli interessi (30% del margine operativo lordo – MOL)

Azioni

- Prevedere un provvedimento legislativo volto ad incentivare il capitale di rischio
- Approfondimento con la Commissione Europea sulla possibilità di incentivi sulla capitalizzazione per PMI quotate, con un “grace period” fiscale di 3 anni
- Rendere strutturale il c.d. “Bonus IPO”
- Abolizione dei limiti di dimensione aziendale e di ammontare dell'aumento di capitale per il credito d'imposta sul rafforzamento patrimoniale
- Riduzione della tassazione sul dividendo a fronte di requisiti minimi di permanenza nell'impresa
- Applicazione di un fattore percentuale alla deducibilità degli interessi a seconda della natura del debito: 100% per titoli di debito quotati, 80% per le restanti forme di finanziamento per incoraggiare una maggior diversificazione nelle fonti di finanziamento delle imprese
- Aumento del tetto massimo alla deducibilità degli interessi nel caso di assunzione di debito di mercato: 50% del MOL per titoli di debito quotati

Introduzione

L'efficienza e la dinamicità dei mercati dei capitali costituiscono un pilastro fondamentale per la crescita economica sostenibile di un Paese. Essi svolgono un ruolo centrale per canalizzare i risparmi verso investimenti produttivi e orientati al futuro, offrendo l'opportunità di partecipare alla creazione di ricchezza e una più efficiente allocazione delle risorse. È urgente promuovere lo sviluppo dei mercati dei capitali anche nel contesto della transizione verde e digitale, poiché queste sfide richiederanno ingenti risorse per sostenere gli investimenti necessari per l'adozione di nuove tecnologie.

Il nostro mercato dei capitali continua a essere fragile e sottodimensionato, sia in confronto all'economia nazionale, con una capitalizzazione che rappresenta soltanto il 34% del PIL a fine 2022 (dal 51% del 2006), sia rispetto ad altri mercati europei (Francia >120%, UK ca. 90%, Germania ca. 45%). Il numero di società quotate sul mercato regolamentato italiano è rimasto sostanzialmente stabile negli ultimi decenni, con un **bacino limitato di PMI quotate**, rispetto al potenziale, definite come società con capitalizzazione inferiore a €1 miliardo: a fine 2022 il mercato italiano contava 334 PMI per una capitalizzazione complessiva di ca. €45 miliardi, contro le oltre 600 PMI in Francia per una capitalizzazione di ca. €82 miliardi. **Il numero di investitori istituzionali domestici è ancora molto limitato: costituiscono meno del 10% del totale degli investitori istituzionali nelle società quotate incluse nell'indice FTSE Italia All-Share**, confrontato con più del 20% in Francia (che possiede ca. 80 fondi specializzati in PMI francesi), 20% in Germania e 50% in Svezia, secondo quanto riportato dall'OCSE nel report "Capital Market Review of Italy 2020". Inoltre, le famiglie italiane allocano ancora una percentuale molto bassa (<3%) dei loro asset finanziari in azioni quotate, e di questa modesta cifra, oltre il 50% è investito in società non italiane.

Attualmente, la situazione è in deciso peggioramento:

- **I volumi azionari sulle società di piccole e medie dimensioni sono costantemente in diminuzione** (ca. -20% per mid caps, ca. -50% per small caps e ca. -35% su Euronext Growth Milan nel primo semestre 2023 rispetto allo stesso periodo del 2022), con una liquidità che si sta assottigliando e scoraggia l'ingresso di nuovi investitori nel mercato italiano;

- **I Piani Individuali di Risparmio (PIR), che avevano dato un forte slancio al mercato, stanno registrando importanti riscatti** (€2,1 miliardi di deflussi da inizio anno a settembre);
- Nonostante la crescita sul mercato EGM, il numero di IPO sul mercato principale si è ridotto. **Nel 2022, il mercato italiano ha perso oltre €40 miliardi di capitalizzazione**, superando di gran lunga le nuove risorse raccolte in IPO (€1,5 miliardi) o la nuova capitalizzazione generata (<€10 miliardi);
- **La riduzione della liquidità ha notevolmente compresso le valutazioni delle società di piccole e medie dimensioni** (soprattutto dall'inizio del 2022), portandole ai livelli più bassi degli ultimi 10 anni (P/E 2023E a 10x rispetto al 15x di inizio 2022) e allargando lo sconto rispetto ad altri titoli europei (22% rispetto al 7% di inizio anno);
- **Più del 90% degli scambi medi giornalieri riguardano le prime 80 società sul mercato (ca. 20% delle società quotate in Italia)** e gli investimenti esteri sono prevalentemente indirizzati verso quest'ultime;
- **Il DDL Capitali**, sebbene vada nella giusta direzione e contenga elementi positivi per migliorare l'accesso delle imprese ai mercati dei capitali, **rappresenta soltanto un primo, anche se importante, passo nella stagione delle riforme legislative che occorrono per risolvere il problema**. Se ne auspica comunque una rapida adozione, che dia una risposta ai temi che da tempo attendono di essere affrontati, a vantaggio della competitività dei mercati.

Questi elementi evidenziano l'importanza di affrontare il problema con urgenza e determinazione, riconsiderando la strategia e adottando un progetto di riforme e proposte più ambizioso, che affronti non soltanto le tematiche dal lato degli emittenti ma anche sul fronte degli investitori e degli intermediari (sezione I), del framework regolamentare cui sono sottoposte le autorità di vigilanza (sezione II) e del quadro fiscale (sezione III). Si tratta di adottare una visione a 360° gradi sul tema: una vera e propria politica industriale che comprenda tutte le azioni necessarie per arrivare ad uno sviluppo dei mercati dei capitali in Italia coerenti con le dimensioni del risparmio domestico e con il tessuto imprenditoriale del nostro Paese.

I. Investitori ed intermediari finanziari

Partiamo da un assunto quanto più possibile chiaro e diretto: senza un significativo sforzo di sistema per aumentare gli investitori istituzionali domestici non sarà mai possibile disporre di un mercato sviluppato e che possa competere con i mercati più evoluti. **L'obiettivo da porsi è che gli investitori domestici siano più numerosi e rappresentino un peso più rilevante nella compagine azionaria delle società quotate italiane, almeno il 20% nel capitale delle imprese locali, in linea con quanto si osserva sul mercato francese e tedesco.** Si tratta quindi di raddoppiare il peso e numero degli investitori istituzionali domestici in Italia rispetto allo status quo.

Lo strumento dei PIR introdotto nel 2017 ha dato temporaneamente nuova linfa al mercato, ma i riscatti di oltre €2,1 miliardi registrati dall'inizio dell'anno a settembre 2023, dettati dalla fisiologica entrata a regime dei benefici fiscali, dimostrano come vi sia la necessità di promuovere nuovi strumenti di incentivazione che rivitalizzano i PIR ordinari. In primis, **andrebbe eliminato il vincolo di unicità e andrebbero valutate delle iniziative volte a mantenere l'obiettivo di investimento di lungo periodo**, prevenendo che si ripetano i fenomeni recenti di disinvestimento causati dall'entrata in vigore dei benefici fiscali dopo 5 anni dalla sottoscrizione dei primi PIR. Andrebbero inoltre incentivati maggiormente i PIR alternativi, che al primo trimestre 2023 rappresentavano solamente lo 0,13% del totale fondi collocati in Italia, prevedendo **la possibilità di detrazioni fiscali simili a quelle attualmente riservate agli investimenti in PMI innovative e l'allargamento della platea dei potenziali investitori alle persone giuridiche.** Il modello dei VCT – Venture Capital Trust, presenti nel mercato britannico e a suo tempo approvato dalla UE nel quadro della normativa degli aiuti di Stato^[1], sono un perfetto esempio di collegamento del risparmio privato a veicoli che investono in capitale di rischio, con un premio fiscale a fronte della permanenza nell'investimento. In un'ottica ancora più lungimirante, **si potrebbe valutare l'ipotesi di rendere più flessibile la normativa sui PIR alternativi per aumentare la liquidità del portafoglio e rendere questo strumento, finora applicato solamente ad ELTIF e fondi chiusi, adatto anche per i fondi aperti o a fondi chiusi con possibilità per i sottoscrittori di liquidare le loro posizioni in determinate finestre temporali e più in generale adatto all'investimento in small e mid cap quotate.** Ad oggi le condizioni dettate dai PIR alternativi prevedono che almeno il 70% del NAV sia investito in titoli non inclusi negli indici FTSE MIB e

^[1] L'analisi dei benefici dei Venture Capital Trust e della loro disciplina è stata sviluppata nel già citato Libro Verde del MEF

FTSE Italia Mid Cap, ovvero in titoli altamente illiquidi. Non sorprende quindi che la quota complessivamente investita dai fondi PIR alternativi su titoli quotati, sia equity che debito, non superi €100 milioni sulla base dei dati a fine 2022. Rendendo più flessibile la normativa sui limiti di destinazione dei PIR alternativi, si aprirebbe la possibilità per un'allocazione ulteriore del portafoglio in titoli appartenenti al FTSE Italia Mid Cap, con un profilo di liquidità del portafoglio più elevato. Se si confronta infatti la liquidità media dal 2018 al primo semestre 2023, l'indice FTSE Italia Mid Cap presenta un controvalore medio giornaliero scambiato ben superiore (ca. €170 milioni) rispetto al FTSE Italia Small Cap (ca. €41 milioni) e l'Euronext Growth Milan (ca. €11 milioni).

Ma il vero nocciolo della questione è quello di **ampliare il numero e le tipologie di investitori attivi nel segmento di mercato delle PMI invogliando con incentivi fiscali, azioni legislative, ma soprattutto con un'attività determinata di *moral suasion* istituzionale, i grandi investitori domestici a destinare parte dei propri asset al sostegno dell'economia reale rappresentata da PMI quotate**. Da questo punto di vista, il caso francese rappresenta un esempio particolarmente virtuoso: da un lato, il legislatore si è mosso negli ultimi anni per potenziare e rendere più attrattivo il mercato dei capitali domestico; dall'altro, alcuni soggetti chiave si sono attivati altrettanto efficacemente fornendo liquidità alle PMI e alle imprese con particolare potenziale di crescita. Un esempio di ciò è la Caisse des Dépôts et Consignations ("CDC"), già attiva negli investimenti in PMI quotate tramite CDC Croissance, con €3,2 miliardi di asset in gestione. A giugno 2022, la CDC ha istituito CDC Tech Premium, un fondo specifico di €300 milioni volto a finanziare l'ecosistema di società tech quotate in Francia. In parallelo, Bpifrance ha mobilitato €500 milioni per investire attivamente in società tech francesi in fase di scale-up e ha creato un club di investitori con l'obiettivo di facilitare i dialoghi tra private equity e investitori istituzionali sul mondo quotato, favorendo la nascita di fondi ibridi che agiscano da investitori principali in pre-IPO. All'intervento dello Stato si è aggiunto quello dei privati: il gruppo assicurativo Axa, tramite Axa Venture Partners, ha lanciato a maggio 2023 un nuovo fondo da €1,5 miliardi, di cui la metà finanziata direttamente da Axa, per investire in società tech in fase di pre-IPO con un orizzonte di investimento di lungo termine, anche successivo alla quotazione.

Ma non sono solo i cugini d'Oltralpe a muoversi: nel Regno Unito, un gruppo formato da nove tra i principali gestori di fondi pensione si è impegnato volontariamente con il governo britannico a destinare entro il 2030 il 5% degli asset gestiti in società non quotate o quotate su mercati non regolamentati, come AIM UK, l'equivalente del nostro Euronext Growth Milan. Non si tratta soltanto di sopperire a un fallimento di mercato: se l'obiettivo del governo è finanziare lo scale-up delle imprese britanniche,

quello dei gestori è incrementare i ritorni dei fondi pensione a contribuzione definita tramite un'asset class potenzialmente molto interessante. Un caso potenzialmente "win-win". Anche gli Stati Uniti offrono spunti interessanti da questo punto di vista: l'ente governativo Small Business Administration ("SBA") ha creato veicoli di investimento denominati Small Business Investment Company ("SBIC") a finanziamento misto pubblico e privato per investire in PMI con business incentrato sul mercato americano in specifici settori.

Gli esempi esteri dimostrano che simili sforzi comuni "pubblico-privato" che coinvolgano i principali operatori privati dei mercati dei capitali domestici, sostenuti da adeguate iniziative mediatiche finalizzate a dare pubblicità e visibilità agli investitori che vi partecipino, **consentirebbero di innescare un circolo virtuoso che potrebbe essere incanalato in un ampio progetto, denominato "Capitali Italia – Mercati Finanziari per le Imprese" promosso dalle istituzioni e dalle autorità.** Concretamente, sarebbe sufficiente che i principali operatori italiani nei settori delle banche, delle assicurazioni, delle fondazioni, dei fondi pensione e delle casse previdenziali si impegnassero ad investire ciascuno almeno €100–200 milioni in PMI quotate italiane, definite come società sotto €1 miliardo di capitalizzazione, per creare un bacino di 20-25 investitori domestici in più, raddoppiando la base di investitori su questa categoria, con una liquidità aggiuntiva per almeno €3–5 miliardi. Sarebbe un risultato straordinario per il nostro mercato considerando che l'insieme degli investimenti azionari dei fondi PIR in società non appartenenti all'indice FTSE MIB ammonta a circa €4,6 miliardi a fine 2022 e tali fondi pesano per circa il 9-10% sul flottante delle società mid-small cap. Le iniziative portate avanti da CDP negli ultimi anni sono state molto efficaci a veicolare risorse al mondo delle imprese non quotate e nel venture capital. Riteniamo che i tempi siano maturi per un focus altrettanto efficace sul public equity, al fine di favorire lo sviluppo dei mercati dei capitali. **Auspichiamo infatti che lo Stato, anche attraverso le sue controllate specializzate nei finanziamenti all'economia reale, metta in atto una strategia simile a quanto applicato in Francia da CDC, creando un soggetto dotato delle risorse necessarie (e.g. €1 miliardo) che investa in PMI quotate italiane. L'investimento potrebbe avvenire sia nella forma di diversi mandati di gestione a 10 gestori da €100 milioni ciascuno, sia tramite l'investimento in PIR alternativi diretti agli strumenti finanziari quotati.** Questa ipotesi si rivelerebbe particolarmente efficace qualora venisse data maggiore flessibilità all'attuale normativa sui PIR alternativi come precedentemente indicato e permetterebbe di ampliare la raccolta del fondo anche a soggetti istituzionali più piccoli, che singolarmente non avrebbero le dimensioni minime per poter sostenere questo tipo di investimento. Le idee e gli spunti da applicare sul mercato domestico non mancano, come non mancano i player per attivare questo cambio di passo.

È fondamentale che il privato faccia sistema col pubblico, che all'azione del Governo si uniscano congiuntamente imprese, investitori e operatori di mercato per rilanciare il mercato dei capitali e renderlo un valido supporto all'economia del nostro Paese.

La mancanza di liquidità e di investitori ha inoltre portato ad una progressiva diminuzione degli intermediari finanziari, che secondo uno studio dell'Università Bocconi si sono dimezzati nell'arco di dieci anni. Tra questi, rimangono soltanto cinque intermediari in Italia attualmente attivi con coperture di ricerca azionaria superiori alle 100 società quotate italiane. Peraltro, l'attività di ricerca è strutturalmente in perdita proprio per la mancanza di flussi di intermediazione in grado di sostenerne i costi. Per tutta questa serie di motivi, è necessario prevedere **strumenti fiscali a supporto della ricerca, quali il credito d'imposta, che consentano - da una parte - agli intermediari di sostenere i costi della ricerca indipendente e - dall'altra - alle imprese di calmierare i costi relativi alla ricerca sponsorizzata**. Inoltre, **si potrebbero studiare anche strumenti mutualistici a supporto dei costi di ricerca** attraverso la creazione di fondi di categoria sul modello delle recenti proposte anglosassoni, **finanziati con il contributo diretto o indiretto dello Stato, di società quotate e operatori di mercato** (banche, assicurazioni, ecc.), che contribuiscano al costo sostenuto dalle società per la ricerca sponsorizzata e dagli intermediari finanziari per la ricerca indipendente.

II. Autorità e sistema giudiziario

Gli operatori di mercato spesso lamentano un'eccessiva lentezza dei procedimenti amministrativi e un approccio di vigilanza e regolamentare legato a logiche di prudenza non giustificate da esigenze concrete di tutela. La causa è stata più volte individuata nell'elevato rischio di contenzioso che riguarda l'autorità di settore come conseguenza di un regime legale di responsabilità più gravoso rispetto a quanto previsto per altre autorità europee. **Assicurare all'autorità una "statutory immunity", ossia considerare responsabile il personale dipendente solo nei casi di malafede, può rappresentare un punto di svolta nell'operatività della Consob**, riducendone i costi complessivi e liberando energie professionali da canalizzare a vantaggio di una **vigilanza efficiente e proporzionata, in linea con i modelli delle giurisdizioni in cui operano i mercati dei capitali più sviluppati e dinamici**. Tale modifica aprirebbe ad un potenziale miglioramento dell'efficienza e tempestività dell'attività di vigilanza, rendendo più semplice modificare l'allocazione delle responsabilità tra la Commissione e la struttura operativa: **andrebbero infatti concentrate sulla prima le scelte strategiche e di particolare rilevanza, delegando alla struttura operativa i compiti gestionali e decisionali** su tutti i temi che non presentano criticità particolari.

Il tema del risparmio dei costi è inoltre strettamente collegato al regime di finanziamento dell'autorità che è oramai da molti anni interamente a carico del mercato. I contributi richiesti alle varie categorie di soggetti vigilati hanno subito un progressivo aumento, portandoli a livelli molto più elevati rispetto agli altri principali paesi europei, a scapito della competitività dei soggetti vigilati e dei mercati italiani. **È necessaria una profonda revisione del regime contributivo** che, da un lato, riporti i costi di vigilanza in linea con quello degli altri principali paesi, dall'altro, assicuri trasparenza e prevedibilità dei livelli e dei criteri di ripartizione dei contributi, attraverso una programmazione pluriennale, sottoposta a un adeguato confronto con i soggetti interessati mediante apposite procedure di consultazione. Bisogna inoltre considerare che **l'attività delle autorità di vigilanza è un bene pubblico garantito dallo Stato**, a tutela *in primis* dei risparmiatori e a beneficio dell'integrità dell'intero sistema finanziario. In virtù di ciò, **una parte del finanziamento di Consob dovrebbe essere coperto dalle finanze pubbliche, al pari degli altri servizi pubblici erogati dallo Stato**, e non dalle imprese quali soggetti beneficiari della sua attività che

sopportano indirettamente anche i costi non direttamente collegati alla corrispondente attività di vigilanza. Le autorità sono infatti tenute a svolgere tutta una serie di attività istituzionali, non ricollegabili ad attività di monitoraggio dei singoli soggetti, i cui costi sono tuttavia ripartiti tra i soggetti vigilati in assenza di un contributo pubblico. Ci si riferisce ad esempio ad attività di educazione finanziaria e informazione al pubblico, partecipazione a fori istituzionali, ricerca, monitoraggio di attività abusive, interlocuzione e consulenza ad altri enti, analisi di trend e rischi di mercato. Si tratta di attività imprescindibili e di importanza sistemica ma che non possono essere addebitate ai soli soggetti vigilati, considerata la rilevanza pubblicistica e il numero sempre più limitato di tali soggetti.

Vanno semplificate le procedure interne introducendo anche nuove modalità di interazioni con i soggetti vigilati traendo ispirazione dalle migliori prassi internazionali. Si pensi ad esempio alle *no action letter* di matrice americana. Appare pertanto necessario finalmente adottare le misure individuate come idonee ad avviare un cambio di passo strutturale nel rapporto tra imprese e mercato dei capitali: da un lato, rimuovendo vincoli, normativi e operativi, all'accesso al mercato da parte delle imprese, dall'altro introducendo misure che stimolano, sia sul lato della domanda sia su quello dell'offerta, la canalizzazione degli investimenti verso le imprese.

Più in generale, al fine di avviare un cambio di passo strutturale nel rapporto tra imprese e mercato dei capitali, **si dovrebbe intervenire sulla mission stessa dell'autorità di vigilanza, introducendo tra gli obiettivi strategici lo sviluppo e la competitività del mercato dei capitali come componente avente una sua rilevanza autonoma e non comprimibile nell'ambito del più ampio obiettivo programmatico della competitività del sistema finanziario** (ai sensi dell'articolo 5 del TUF), a cui deve essere informata l'azione amministrativa a tutti i livelli dell'istituzione. In altri termini, **Consob e Banca d'Italia devono assumere concretamente quel ruolo "propulsivo" volto a favorire lo sviluppo a beneficio dei mercati dei capitali**, quale diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese, anche nell'ottica di un miglioramento della stabilità finanziaria del nostro Paese, in una visione dinamica e di lungo termine della tutela del risparmio.

Il rafforzamento della fiducia degli investitori nel mercato passa anche per il miglioramento dell'efficienza del sistema giudiziario nel suo complesso, sia estendendo le competenze delle sezioni giudiziarie specializzate in materia di impresa anche alle controversie in tema di intermediazione finanziaria, sia promuovendo strumenti alternativi di risoluzione delle controversie. In questo ambito, andrebbe valorizzato lo strumento dell'arbitrato societario, introdotto dal legislatore italiano nel 2003 ma precluso alle società che fanno ricorso al mercato del capitale

di rischio. **Sarebbe opportuno rimuovere l'attuale divieto di arbitrato societario e consentirne l'utilizzo a tutte le società**, introducendo alcune disposizioni speciali per le società quotate che tengano conto di alcune specificità (ad esempio, in materia di costi e di potenziale numero elevato di partecipanti) e adeguare i meccanismi di tutela degli interessi coinvolti già previsto dall'ordinamento, focalizzandosi ad esempio sulle regole sulla nomina degli arbitri o sul ricorso all'arbitrato amministrato.

III. Fiscalità

La competitività delle imprese passa attraverso un'azione decisa e capillare di capitalizzazione. Questa è la sfida più importante per il nostro paese, in quanto maggiore capitale di rischio permette sia di disporre di liquidità per la sopravvivenza immediata di fronte all'incertezza, ma soprattutto di avere la solidità adeguata per progettare il rilancio o la crescita, con rischi minori. Non solo, più capitale di rischio significa avere più merito creditizio, migliori rating, e quindi capacità di ottenere finanziamenti dal sistema bancario.

Come capitalizzare le imprese? Un'unica ricetta non è possibile, anche se il bisogno è il medesimo e in modo trasversale investe i due milioni di aziende presenti in Italia. Questo perché le aziende hanno dimensioni diverse, operano in settori e filiere differenti, si trovano in diverse fasi del loro sviluppo e quindi necessitano di uno spettro diversificato di strumenti e di interventi. Occorre affrontare l'urgenza della capitalizzazione distinguendo una serie di livelli successivi, che partano da una base comune e che via via si concentrino su un numero più ristretto di aziende di dimensione o di potenzialità più grandi.

La base comune, che coinvolge dal più piccolo esercizio commerciale fino alla grande impresa, è quella della leva fiscale. La leva fiscale non solo deve **livellare la differenza fra capitale di debito e capitale di rischio, ma deve incentivare comportamenti virtuosi, per cui l'irrobustimento patrimoniale non sia una tantum ma diventi un comportamento ricorrente.**

Il tema centrale diviene non tanto cosa togliere dalla tassazione in modo generale ma piuttosto, in modo selettivo, quali comportamenti debbano essere premiati (e quali no) a fronte delle scelte che le imprese intraprendono. Se l'obiettivo complessivo del Paese è quello di stimolare la crescita e rendere le aziende più robuste, la fiscalità dell'impresa deve premiare chi cresce e mettere le imprese nella condizione di crescere e generare occupazione.

La prossima Direttiva Europea, sottoposta a consultazione pubblica, sul riequilibrio fra capitale di rischio e capitale di debito (“DEBRA” – Debt-Equity Bias Reduction Allowance[2]) va esattamente in questa direzione. **Due sono allora i comportamenti decisivi. Il primo è quello di spingere le imprese a raccogliere capitale di rischio**, per ridurre la rischiosità, per attenuare la dipendenza dal sistema bancario e per creare i presupposti per la crescita. **Il secondo è quello di attrarre investitori in maniera strutturale**, rendendo il capitale di rischio più attraente rispetto ad altre opzioni di investimento.

Proprio per questo la leva fiscale deve agire su due versanti: quello dell'impresa e quello dell'azionista.

Il nostro paese ha visto a più riprese il tentativo di inserire incentivi per le imprese che si ricapitalizzano (la DIT di Visco, le varie evoluzioni del meccanismo “Tremonti”, l'ACE del Governo Monti) senza però rendere il meccanismo strutturale. **Un provvedimento legislativo volto ad incentivare il capitale di rischio, con incentivi che siano basati non più sulla variazione del capitale di rischio ma sull'intero importo**, renderebbe il sostegno al rafforzamento del capitale di rischio ben più serio e strutturale. Ad oggi, la normativa relativa all'ACE, infatti, prevede un'aliquota definita di anno in anno ma soprattutto il suo raggio di azione è fortemente ridotto dalla sua base di calcolo che comprende solo le variazioni del capitale di rischio per effetto di accantonamento di utili e aumenti di capitale per cassa. Inoltre, andrebbe esplorata con la Commissione Europea la possibilità di intervenire con **incentivi sulla capitalizzazione per le imprese che intraprendono un percorso di quotazione in Borsa**, nel periodo antecedente alla quotazione e per alcuni anni successivi (e.g. “*grace period*” fiscale di 3 anni) come vero supporto alla permanenza sul mercato dei capitali. Tale misura andrebbe eventualmente limitata alle sole PMI ai fini di compliance con la normativa sugli aiuti di Stato, secondo la definizione europea già applicata per il credito d'imposta, oggi esistente per le spese di consulenza relative alla quotazione delle PMI. **Il credito d'imposta sui costi di quotazione (c.d. “Bonus IPO”) è sicuramente un buon contributo che andrebbe reso strutturale.**

[2] Cfr. https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12995-Debt-equity-bias-reduction-allowance-DEBRA-/public-consultation_it

Occorre in questo quadro fare anche un ragionamento sul debito: il ricorso al debito viene infatti penalizzato dal 2006, con la norma che pone un limite alla deducibilità degli interessi in funzione del 30% del MOL, ma che non opera distinzioni fra debito bancario e debito di mercato. Al di là del collegamento non appropriato della deducibilità degli interessi (il cui ammontare proviene da scelte di struttura finanziaria) e al livello del MOL (che non dipende da scelte di natura finanziaria ma da caratteristiche esogene del settore e da scelte di strategia), **occorrerebbe distinguere e modulare la deducibilità degli interessi in funzione della tipologia del debito, privilegiando gli strumenti finanziari di debito quotati**. Un'azienda capace di ricorrere a debito di mercato, usando obbligazioni quotate, dimostra robustezza e capacità di crescita e la deducibilità dei relativi interessi andrebbe salvaguardata a prescindere dal livello del MOL, così come già oggi avviene per i mutui ipotecari. Questo potrebbe avvenire applicando una percentuale diversa al calcolo degli interessi deducibili a seconda della natura del debito (100% per titoli di debito quotati e 80% per le restanti forme di finanziamento, incluso il debito bancario) oppure applicando un tetto massimo più elevato (e.g. 50% del MOL, fermo restando i limiti già citati di tale metodologia di calcolo) per i titoli di debito quotati.

Nel secondo caso, gli azionisti di qualsiasi tipologia di impresa devono avere un incentivo a trasferire parte della propria ricchezza nella propria azienda. Per i portatori di capitale, lo spettro dei soggetti è ampio in quanto muove dall'imprenditore agli investitori nelle diverse forme di fondi (private equity, venture capital, fondi pensione, PIR, ecc.) in capitale di rischio quotato e non. La norma prevede ad oggi un primo incentivo nella forma di credito di imposta per azionisti di aziende fino a €50 milioni di fatturato e per aumenti di capitale fino a €2,5 milioni. **Oltre all'abolizione di detti limiti, una riduzione decisa della tassazione sui dividendi sarebbe opportuna a fronte di requisiti minimi di permanenza nell'impresa.**

La variabile fiscale è un potente strumento di creazione di incentivi per gli agenti economici e quindi di educazione ad intraprendere comportamenti virtuosi. L'assenza di un quadro organico alla capitalizzazione delle imprese, all'investimento in equity e all'accesso al mercato rappresenta un ostacolo, o meglio, l'assenza di un incentivo ad intraprendere percorsi virtuosi. La fiscalità può quindi giocare un ruolo decisivo per la crescita e per il collegamento con il mercato dei capitali.

Conclusioni

Crediamo che per rilanciare i mercati dei capitali domestici sia **necessaria un'ampia politica industriale** che favorisca il concreto sviluppo di un mercato adeguato alle dimensioni della nostra economia, coerente con l'ammontare del nostro risparmio e l'importanza del nostro Paese. È chiaro a tutti che il tessuto economico italiano è eccessivamente “bancocentrico”, sostenuto in larga parte dal credito bancario tradizionale. D'altro canto, i gruppi bancari italiani hanno in gran parte abbandonato l'attività di intermediazione azionaria con gli investitori istituzionali e la ricerca sui titoli quotati. Questo squilibrio va colmato: **le imprese e i risparmiatori devono poter vedere nel mercato dei capitali una valida alternativa al credito bancario come mezzo per sostenere la propria crescita. Ottenere questo risultato richiede necessariamente un ampliamento della base di investitori istituzionali domestici e un sostegno all'attività degli intermediari finanziari.** Questo deve necessariamente diventare la priorità per tutte le nostre istituzioni, dal Legislatore, alle autorità di vigilanza, ed in particolare per i grandi gruppi che intermediano il risparmio italiano, ma che attualmente destinano solo in modo marginale in azioni e obbligazioni delle nostre imprese di piccole e medie dimensioni.

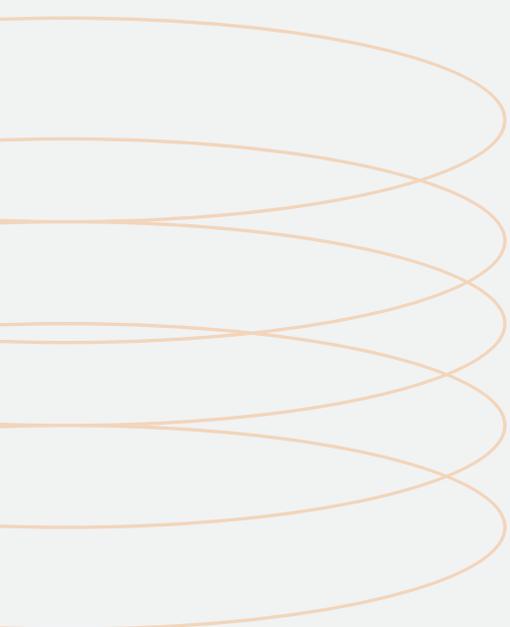
L'attrattività dei mercati passa inoltre da una maggiore efficienza dell'attività delle autorità garanti del mercato. I mercati finanziari stanno attraversando una fase di profondo cambiamento ed è prioritario interagire con un'autorità di vigilanza che abbia un assetto “adatto allo scopo” e una visione strategica di lungo termine e sinergica con il mercato. Realizzare questa missione, nel contesto evolutivo tracciato, significa creare un ecosistema finanziario in cui investitori consapevoli possano canalizzare con fiducia le loro risorse verso strumenti finanziari diversificati generando crescita, competitività e innovazione per il Paese.

Tali risorse hanno bisogno di essere stimolate in forma permanente attraverso un quadro normativo fiscale che orienti le scelte di impresa a comportamenti virtuosi. Come riportato dal Governatore della Banca d'Italia Visco nelle sue Considerazioni Finali del 2022, il percorso che attende il nostro Paese nei prossimi mesi è decisamente stretto a causa di un debito pubblico silente ma ingombrante (e a rischio di risveglio) sommato a dinamiche dei tassi che rendono più oneroso il servizio del debito.

L'occasione che oggi abbiamo di collegare l'esigenza di una riforma fiscale con l'utilizzo delle risorse disponibili a favore dell'economia reale è unica e va quindi colta con grande forza.

Il DDL Capitali, attualmente in discussione in Parlamento, mira a rendere più competitivo ed attraente il nostro mercato con misure prevalentemente ritagliate sulle esigenze degli emittenti quotati. Si tratta sicuramente di un passaggio importante, ma da solo non basta a rilanciare il mercato dei capitali in Italia.

Per questo motivo **ribadiamo la necessità di una politica industriale omnicomprensiva, declinata in dieci proposte concrete sul fronte degli investitori istituzionali domestici e degli intermediari finanziari, sull'attività delle autorità di vigilanza e sulla fiscalità**, che possa affrontare efficacemente i temi più critici per il mercato dei capitali in Italia e liberi il campo per uno sviluppo capace di colmare il divario con gli altri mercati europei ed i mercati globali.





Aderisci al Manifesto

Se sei un rappresentante di una quotata, di un'impresa o di un'istituzione vicina al tema dei mercati dei capitali, scrivi all'indirizzo e-mail

aderisci@manifestomercaticapitali.it

o compila il form sul sito ufficiale del Manifesto

[Aderisci al Manifesto cliccando qui](#)