

CAMERA DEI DEPUTATI

VI Commissione
(Finanze)

Indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica

Audizione AssoAIM

Roma, 15 luglio 2020

Milano, 15 luglio 2020

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

desideriamo innanzitutto ringraziarVi per l'opportunità che ci viene data di esprimere le nostre considerazioni nel contesto dell'indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica.

La nostra associazione riunisce un rappresentativo numero di società, prevalentemente di piccole e medie dimensioni ("PMI"), attive nei diversi settori manifatturieri, commerciali e dei servizi, che hanno in comune la scelta di aver aperto il proprio capitale a una pluralità di investitori e si sono quotate sul mercato azionario AIM Italia ("AIM"), regolato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("BIT").

1. Benefici dell'apertura del capitale sul mercato

Premettiamo che, a nostro avviso, la quotazione su un mercato azionario è, particolarmente nel contesto di una graduale transizione del sistema finanziario da *bank oriented* a *market oriented* che il nostro Paese deve percorrere, una caratteristica desiderabile e che la politica economica dovrebbe favorire.

Ciò, in quanto le società quotate:

- hanno **maggiori possibilità** di raccogliere capitali ai fini della crescita e quindi **di competere nei mercati internazionali**;
- sono generalmente più capitalizzate e, di conseguenza, più resilienti, così come avvenuto rispetto agli effetti della crisi finanziaria del 2007 e della conseguente recessione che ha avuto inizio nel 2009;
- rispettano **requisiti organizzativi e di corporate governance superiori** alle società chiuse;
- hanno **tassi di crescita notevolmente superiori** rispetto alle non quotate in termini di fatturato, investimenti e occupazione;
- hanno una **maggiore redditività** e un incremento dei margini di profitti;
- hanno una maggiore qualità dei dati contabili e minore esposizione a fenomeni manipolativi delle rendicontazioni contabili (pratiche di *earnings management*), che si riflettono anche in una **chiara contribuzione fiscale**;
- sono sottoposte a **stringenti obblighi di trasparenza, ivi compresa la revisione di bilancio** da parte di soggetti vigilati.

2. Il mercato AIM Italia

Il mercato AIM Italia è nato nel 2009 e oggi **rappresenta circa il 35% ⁽¹⁾ dell'intero listino di Piazza Affari per numero di società quotate**. Dal 2009 si sono quotate su AIM Italia 189 società, 16 sono passate al mercato MTA, ci sono state 12 OPA e 26 *delisting*.

(1) Il dato esclude il segmento Global Equity Market e il mercato MIV.

Al 1° luglio 2020 sono 128 le società quotate su tale mercato, la capitalizzazione complessiva è pari a 6,2 miliardi di euro, mentre quella media è di circa 48 milioni di euro.

Le società attraverso AIM Italia hanno raccolto circa 4,5 miliardi di euro per finanziare i loro progetti di sviluppo, di cui 3,7 miliardi di euro in IPO ⁽²⁾ e 0,8 miliardi di euro in aumenti di capitale successivi o emissione di titoli obbligazionari.

Il 93% delle IPO su AIM Italia è avvenuta tramite aumenti di capitale (OPS); solo il 7% ha previsto vendita di azioni di parte di soci esistenti (OPV). Nelle operazioni di IPO il flottante medio è pari al 29% (senza considerare le SPAC ⁽³⁾).

Nel 2020 ci sono state 3 IPO per una raccolta complessiva di 30,4 milioni di euro. Nel 2019 hanno avuto luogo 31 IPO per una raccolta complessiva di 206 milioni di euro, contro i 1,3 miliardi raccolti dalle 26 IPO del 2018, di cui tuttavia l'89% era costituito da raccolta effettuata dalle SPAC.

Il Mercato AIM Italia si rivolge in particolare alle PMI ⁽⁴⁾: le società quotate su AIM Italia hanno generato nel 2019 in media ricavi per 49,1 milioni di euro (+17% rispetto all'anno precedente) e hanno registrato un EBITDA ⁽⁵⁾ medio di 6,9 milioni di euro (+47% rispetto all'anno precedente), con un EBITDA margin medio ⁽⁶⁾ pari al 18,4%. Il 73% delle società quotate su AIM Italia ha riportato un risultato netto positivo nell'anno 2019. Quest'anno 20 società quotate su AIM Italia hanno distribuito dividendi per complessivi 58,7 milioni di euro, con un *dividend yield* medio del 2,5%.

Le società quotate su AIM Italia rappresentano il tessuto imprenditoriale italiano coprendo 11 differenti settori di attività ed essendo distribuite su 14 regioni italiane. La maggior parte delle società (21%) opera nei settori dell'industria, il 19% nell'ambito della *digital innovation*, il 14% nel settore dei servizi, il 13% in finanza e assicurazioni, il 10% nei *media*, il 7% nell'ambito della *green economy*, il 6% nei settori moda e lusso, il 5% nel farmaceutico/*biotech*, il 3% nell'agroalimentare, il 2% nel *real estate* e, infine, l'1% nell'*oil&gas*.

3. Alcune proposte per favorire l'accesso al mercato da parte delle PMI nell'attuale fase economica

La crisi in corso comporterà per molte PMI una drastica riduzione dell'attività, con contrazione del fatturato e rilevante rallentamento del ciclo attivo. Le misure previste dai diversi decreti succedutisi nel corso degli ultimi mesi in risposta all'emergenza sanitaria e, più in generale, l'approccio finora seguito nella politica di contrasto alla crisi sono fortemente incentrate sulla liquidità e, quindi, sulla concessione di finanziamenti garantiti.

⁽²⁾ Con l'espressione IPO (*Initial Public Offer*) si indica l'offerta iniziale di azioni di una società nel momento in cui accede al mercato azionario per la prima volta.

⁽³⁾ Con SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*) si indicano veicoli societari inattivi che inizialmente raccolgono da investitori fondi liquidi e solo successivamente portano in quotazione una società operativa incorporandola. Si tratta di una modalità diversa dall'IPO per accedere al mercato azionario.

⁽⁴⁾ Secondo i criteri di classificazione previsti dalla Commissione Europea, in Italia si contano: (i) 5.5 milioni di microimprese, ovvero società con un fatturato inferiore a 2 milioni di euro e un numero di dipendenti inferiore a 104; (ii) circa 156 mila PMI, ovvero società con un fatturato compreso tra 2 e 50 milioni di euro e un numero di dipendenti superiore a 10 ed inferiore a 250; (iii) 748 grandi imprese, ovvero società con un fatturato maggiore a 50 milioni di euro e più di 250 dipendenti.

⁽⁵⁾ Con l'acronimo EBITDA (*Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*) corrispondente all'italiano "Margine Operativo Lordo" si identifica una misura assoluta reddituale della gestione aziendale particolarmente significativa.

⁽⁶⁾ L'EBITDA margin è il rapporto tra l'EBITDA ed i ricavi ed è una misura relativa della redditività operativa di una azienda. Il dato è stato calcolato prendendo in considerazione solo le società che hanno riportato un EBITDA positivo.

In estrema sintesi, **ci si è finora prevalentemente concentrati sulla concessione di garanzie e di incentivi all'indebitamento delle imprese e non dell'equity**: tale approccio è condivisibile come misura d'urgenza, ma, a nostro avviso, rischia di essere inadeguato in un'ottica di ripresa nel medio termine e di aggravare lo strutturale squilibrio finanziario e la scarsa capitalizzazione che caratterizzano storicamente le imprese domestiche.

Per ovviare a tale situazione, è indispensabile assicurare alle PMI quante più possibili fonti di finanziamento alternative, affinché queste possano sostenere la propria crescita e **patrimonializzazione** nonché affrontare investimenti (anche rischiosi) senza incidere sulla leva finanziaria. La patrimonializzazione di una società definisce, tra l'altro, la sua capacità di indebitamento. In altri termini il capitale di rischio dovrebbe andare *pari passu* con un debito equilibrato e sano.

Quanto sopra è, peraltro, condiviso da molti autorevoli osservatori, basti qui ricordare il recente intervento di Assonime ⁽⁷⁾ e la testimonianza del Presidente della Consob Paolo Savona nella propria audizione presso codeste commissioni lo scorso 23 aprile 2020.

a. **L'ipotesi di supporto pubblico a veicoli di investimento nelle PMI**

Nel dibattito in corso sugli strumenti di politica economica nel contesto della crisi è maturato un consenso sulla necessità di fondi statali per investimenti diretti nelle imprese in difficoltà. Cassa Depositi e Prestiti ("**CDP**") viene spesso ritenuta il veicolo più adatto per canalizzare dette risorse, tenuto anche conto della pluriennale esperienza maturata dalla controllata Fondo Italiano di Investimento SGR S.p.A. ("**FII**").

È nostra opinione che parte di queste risorse dovrebbe essere destinata ad aziende di piccola media dimensione, attraverso la partecipazione a fondi, o altri intermediari finanziari (es. SICAF o SICAV), che potranno, con i fondi raccolti, acquisire le partecipazioni prevalentemente in aumento di capitale.

Solo un frazionamento delle risorse su un numero adeguato di gestori potrà garantire una robusta crescita dell'ecosistema nonché l'attenzione e il monitoraggio dell'investimento. Tale soluzione avrebbe, inoltre, l'indubbio pregio di evitare un ritorno non meditato dello Stato nelle imprese nonché il vantaggio di poter beneficiare della ripresa produttiva delle PMI oggetto degli investimenti in *equity*.

Questi investimenti potranno anche avvenire nel contesto di un accesso al mercato, condizione per aggregare alla raccolta di capitale investitori quali fondi pensione, assicurazioni e risparmi privati (incentivati fiscalmente tramite fondi PIR, PIR alternativi o ELTIF) ed aumentare quindi le masse disponibili.

Si tratta di una occasione per avvicinare un numero importante di società nazionali alla cultura del mercato con i vantaggi che abbiamo evidenziato in apertura.

Nei suoi tratti essenziali l'intervento dovrebbe quindi vedere come destinatari un limitato numero di operatori qualificati, selezionati da CDP o FII, che tramite strumenti di risparmio gestito vigilati (fondi/SICAF) intervengono in **operazioni di patrimonializzazione di imprese** che, a fronte della crisi, mantengono posizionamenti di mercato e prospettive di sviluppo.

Le quote sottoscritte con fondi pubblici potrebbero essere di tipo subordinato (sopportando prima le perdite) rispetto alle quote che il medesimo fondo può raccogliere da terzi, facilitando così la raccolta presso altri soggetti istituzionali.

⁽⁷⁾ Cipolletta e S. Micossi, *Convertire i debiti in capitale di rischio*, Il Sole 24Ore, 21 aprile 2020.

Ovviamente l'intervento dovrà essere compatibile, soprattutto per quanto concerne le caratteristiche di prima perdita delle quote "statali", con il *Temporary Framework* sugli aiuti di Stato della Unione Europea ⁽⁸⁾.

b. Un maggiore intervento delle compagnie assicurative

Come noto, i principali investitori di lungo termine sul mercato azionario sono prevalentemente assicurazioni e fondi pensione, che, per loro natura possono mantenere in portafoglio i titoli per periodi coerenti con la durata delle proprie passività.

Attraverso un'analisi dei due settori, emerge come gli **investimenti nell'economia reale risultino marginali**. Le **assicurazioni** Italiane investono **meno del 5%** del patrimonio nel comparto azionario, mentre i **fondi pensione** dedicano **meno del 3%** delle risorse alle **azioni italiane**.

La Direttiva UE Solvency II, che ha come obiettivo di misurare i rischi complessivi delle assicurazioni, inclusi gli investimenti finanziari, consente di aumentare gli investimenti azionari di lungo periodo, riducendo gli accantonamenti di patrimonio richiesti ⁽⁹⁾. La Direttiva UE Solvency II è soggetta attualmente a revisione in sede UE anche al fine di incrementare in maniera significativa gli investimenti del comparto nelle PMI.

Il **comparto assicurativo italiano** vede investimenti finanziari, per l'anno 2018, per un totale di euro 842 miliardi e, in particolare, per euro **690 miliardi** escludendo le polizze Linked.

Le compagnie assicurative italiane, in misura maggiore rispetto a quelle dei principali Paesi UE (ad esclusione della Spagna), continuano a prediligere l'investimento in titoli a reddito fisso, in particolare in titoli di Stato italiani (circa 360 miliardi investiti in titoli di Stato o equipollenti nel 2018, circa l'82% è costituito da titoli dello Stato Italiano).

L'investimento in titoli azionari è ancora contenuto e si nota una spiccata preferenza per gli investimenti in società del settore finanziario/bancario ed assicurativo (87%), in misura meno rilevante nel settore immobiliare (5%) e ancor meno nel settore manifatturiero (3%).

Le compagnie assicurative italiane, nel 2019, hanno effettuato investimenti azionari (azioni quotate, fondi azionari e fondi di *private equity*) per circa euro 25 miliardi, con un'incidenza inferiore al **5% rispetto al patrimonio, contro il 20% della Francia, il 28% della Germania e il 29% del Regno Unito**.

c. I fondi pensione

Quanto ai fondi pensione vale segnalare che il 18% di cittadini dell'UE potrebbe essere a essere a rischio di povertà o a esclusione sociale in età avanzata, dal che consegue che l'adeguatezza del sistema pensionistico pensione è attualmente - e molto probabilmente lo rimarrà in futuro - un rilevante problema per gli Stati membri. Lo sviluppo demografico chiaramente indica una crescente necessità di dirigere il risparmio in strumenti finanziari che offrano potenzialmente ritorni maggiori nel lungo termine quali le PMI ad alto potenziali che fanno ricorso al mercato del capitale.

⁽⁸⁾ *Temporary framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak* - COM 2020/C 91 I/01, che consente agli Stati membri di adottare misure di sostegno all'economia in deroga alla disciplina ordinaria sugli aiuti di Stato.

⁽⁹⁾ In merito alle necessarie modifiche a Solvency II per incrementare gli investimenti in equity nelle PMI si veda il Report del 10 giugno 2020 dello *High-Level Forum on capital markets union*, in https://ec.europa.eu/info/publications/cmu-high-level-forum_en.

la Francia è il Paese che, in percentuale, effettua i maggiori investimenti diretti in titoli di capitale (40%), mentre la Germania registra il minimo (1,8%). **L'Italia si colloca al secondo posto con il 14,1%**, seguita da Spagna e UK.

L'Italia è al secondo posto per quanto concerne gli investimenti diretti in titoli di debito (40,9%), seconda solo alla Spagna.

I fondi pensione italiani sono già presenti in modo significativo sui mercati azionari, ma **prediligono investimenti esteri**. Gli investimenti diretti nelle imprese italiane sono marginali: prevalgono gli investimenti in titoli di Stato, mentre quelli nelle **imprese domestiche** rappresentano meno del **3% del patrimonio investito**.

La legge finanziaria 2020 estende le agevolazioni fiscali previste per i PIR a favore delle persone fisiche anche dei fondi pensione, con un limite massimo pari al 10% del patrimonio. L'incremento del peso dell'azionario domestico **dall'attuale 3% al 10%** comporterebbe un afflusso di capitale di rischio nei mercati borsistici per oltre 16 miliardi.

d. **Semplificazione delle disposizioni del codice civile**

Da ultimo una breve notazione circa le disposizioni civilistiche in tema di raccolta del capitale. È auspicato dalla scrivente che alcune disposizioni di cui al codice civile siano semplificate prevedendo che: (a) per gli aumenti di capitale delle società ammesse alle negoziazioni su MTF come AIM Italia possa essere escluso il diritto di opzione nei limiti del 20% del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni (v. art. 2441, cod. civ.); (b) l'invalidità della deliberazione di aumento del capitale non possa essere pronunciata dopo sia stata iscritta nel registro delle imprese l'attestazione che l'aumento è stato anche parzialmente eseguito (così come disposto per le società quotate sul mercato regolamentato dall'art. 2379, ter, cod. civ.).

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

vi ringraziamo per l'attenzione dedicata a quanto da noi illustrato e restiamo a disposizione per ogni eventuale approfondimento.