



MOZCO Mat Szyma ski - stock.adobe.com

## DALLA BORSA SOS AL PALAZZO «AIUTO, TROPPI DELISTING»

di Riccardo Venturi

COME ARGINARE QUELLO CHE APPARE COME UN VERO E PROPRIO FUGGI FUGGI DAL LISTINO MILANESE (ATLANTIA, AUTOGRILL, TOD'S ED EXOR GIÀ USCITE DA BORSA ITALIANA)? GLI ADDETTI AI LAVORI RAGIONANO SU CAUSE E RIMEDI ALLA CANCELLAZIONE PER RILANCIARE IL MERCATO AZIONARIO ITALIANO

La finanza è stata probabilmente il grande assente della campagna elettorale. Prendiamo il delisting da Borsa Italiana: ad agosto sono arrivate le notizie sull'uscita di **Tod's** e di **Exor**, che hanno seguito le orme di Atlantia e Autogrill, eppure non risulta che il tema sia entrato nel dibattito né tantomeno nei programmi elettorali. Figuriamoci se si poteva parlare di private capital, che pure è sempre più importante per finanziare le imprese, o di consulenza finanziaria, che lo è altrettanto per gestire il risparmio privato, magari indirizzandone una parte verso le stesse imprese. Ciò non toglie che gli operatori dei mercati finanziari, pur ignorati dai partiti, abbiano comunque legittime aspettative nei confronti del prossimo governo, qualunque esso sia. «I nostri mercati e il mio mondo, quello del private capital» dice **Innocenzo Cipolletta**, presidente

di **Aifi**, «si aspettano innanzitutto una continuità di azione con le operazioni che il governo Draghi stava portando avanti. Non per una presa di posizione politica, ma perché ha interpretato bene gli obiettivi dell'Europa di ricostruire il Paese dopo l'epidemia, di avviare il processo di decarbonizzazione nel Paese, e quindi di utilizzare nel migliore dei modi le risorse che l'Europa ha messo a disposizione». La partita è insomma troppo importante per essere gestita con discontinuità. «Teniamo conto che l'Italia si è portata al limite dell'utilizzo di queste risorse» sottolinea Cipolletta, «siamo l'unico Paese che ha preso non solo i capitali ma anche il debito: abbiamo sfruttato completamente l'asset e abbiamo il diritto dovere di utilizzarlo al meglio. Siccome è un'operazione complessa e lunga nel tempo, ci si aspetta che il governo sia capace di proseguire in questa azione, con una visione di carattere europeo e l'obiettivo di ricostruire il Paese». L'altra principale aspettativa nei confronti del prossimo esecutivo riguarda invece una visione di breve periodo. «Ci vuole la capacità di affrontare la crisi energetica», afferma il presidente di Aifi, «ci sarà da gestire un inverno difficile fatto probabilmente da un lato di razionamenti dell'energia e dall'altro di aumenti di costi da controbilanciare». Ma nella crisi, come sempre accade, è insita un'opportunità. «Penso sarebbe l'occasione per l'Europa di ripe-

tere un'operazione come quella fatta con il Covid» afferma Cipolletta, «alla pandemia abbiamo reagito con delle risorse per ricostruire il Paese, mentre oggi l'Europa sta discutendo su un eventuale tetto al prezzo dell'energia». L'economista presidente di Aifi lancia a tal proposito una proposta precisa. «L'Europa dovrebbe creare un fondo per coprire la differenza tra il tetto che verrà fissato e il prezzo di mercato» spiega Cipolletta, «per ridurre l'impatto sui prezzi interni e l'indebitamento degli Stati. Il fondo europeo potrebbe essere alimentato da una tassa imposta una volta che il prezzo dell'energia fosse tornato sotto il livello del tetto, equivalente alla differenza con il tetto stesso, così da restituire gli importi del fondo. Sarebbe un'operazione europea che consentirebbe di dimostrare coesione e dare una risposta alla Russia». Nei confronti del nascente governo ci sono poi delle aspettative specifiche da parte degli operatori del private capital. «Sarebbe bello che il governo futuro avesse una visione favorevole al finanziamento diretto delle imprese, che consenta al Paese un processo di crescita e ricostruzione» dice Cipolletta. La crescita del private capital infatti è in corso, ma va sostenuta adeguatamente. «Il mondo del private capital sta crescendo dappertutto e anche in Italia perché è la risposta alla necessità di finanziamento delle imprese in un mondo dove il sistema bancario non può più giocare il ruolo degli anni passati per evitare crisi come quella del 2008» osserva il presidente di Aifi. «Il problema è agevolare questa crescita in maniera tale che un Paese che ha un forte risparmio come l'Italia possa finanzia-

Nella foto Innocenzo Cipolletta, presidente di Aifi



re il sistema dell'impresa e trarre un vantaggio reciproco per il risparmiatore e per il sistema delle Pmi».

### TRE STRADE PER IL NUOVO GOVERNO

Per favorire questo processo Cipolletta indica al prossimo governo tre strade da seguire. «Primo, semplificazioni. Ancora oggi buona parte della nostra attività è assimilata al tipo del credito, come fosse una sollecitazione al risparmio; quindi abbiamo gravami in ordine al controllo superiori a quelli di altri Paesi». Ci sono poi da sollecitare i capitali privati anche con la mano pubblica. «Ci vuole un'operazione di orientamento da parte dello Stato che i governi precedenti hanno

*Cipolletta (Aifi): «Non c'è solo il delisting per le imprese che vogliono riappropriarsi della proprietà. Ci si quota all'estero perché quelle Borse hanno regole molto più semplici»*

già avviato ma può essere potenziata» precisa il presidente di Aifi. «È quel che sta facendo Cdp, uno degli anchor investor del private capital. Succede anche in altri Paesi, la Francia è stata la prima a sviluppare nel private capital l'uso delle risorse pubbliche come anchor investor, creando fondi dei fondi che sollecitano il capitale privato; Cdp ha avviato questa operazione con il venture capital. Oggi c'è la disponibilità di 2 miliardi di fondi europei per finanziamenti diretti o indiretti, il che sta facendo crescere il settore: questo processo deve essere continuato. Credo debba essere fatto anche per private equity e private debt, per aiutare i fondi italiani ad assumere dimensioni rilevanti. Quelli piccoli infatti sono sì adatti al tessuto di Pmi, ma solo gli operatori grandi hanno la possibilità di finanziarsi all'estero». Infine, si deve favorire l'investimento nel mercato del private capital del sistema assicurativo pensionistico. «È un segmento di mercato favorevole per fondi pensione e assicurazioni, che possono dedicare una parte pur limitata del loro patrimonio al private capital» argomenta Cipolletta. «Ma c'è un problema europeo, l'assorbimento di troppo capitale per l'assicurazione: eppure visto che il private capital è cresciuto in maniera consistente non ha più i rischi di illiquidità che c'erano in passato. C'è anche un problema di carattere fiscale in Italia, con una penalizzante tassazione annuale sugli aumenti di valore del capitale. In altri Paesi invece si tassa quando la rendita viene distribuita. Seguendo la stessa strada aumenteremmo le risorse del sistema previdenziale che potrebbero essere indirizzate sul private capital, nell'interesse del Paese e anche del capitale».

### I NODI DEL DELISTING

Quanto al delisting, il problema centrale è da cercare nelle regole. «C'è un problema italiano che emerge: non c'è solo il delisting per riappropriarsi della proprietà, ma anche quello di andare in un'altra Borsa in un altro Paese, per esempio Amsterdam, Exor stessa si sta portando lì» osserva il presidente di Aifi. «Un problema non tanto fiscale, quanto di regole; questi altri mercati hanno regole molto più semplici delle



nostre, e che soprattutto consentono una discriminazione a favore di alcune azioni permettendo alle imprese di controllare l'azienda pur detenendone una parte limitata del capitale». Una pratica discutibile dal punto di vista della teoria economica. «Noi economisti abbiamo sempre detto che la contendibilità è l'elemento che fa crescere la qualità delle imprese; ma chi possiede un'impresa non la pensa alla stessa maniera» nota Cipolletta, «per poter allargare il capitale e non essere diluito al di sotto della capacità di controllo va verso quei Paesi che hanno discriminazioni su azioni detenute per lungo tempo. Anche gli Stati Uniti ce l'hanno insegnato, hanno una quantità di regole che consentono a chi possiede il 20-25% di un'impresa di controllarla senza troppi problemi. Non esprimo un giudizio di merito, ma se i mercati hanno regole diverse le imprese vanno a collocarsi in quelli dove ritengono di essere più favorite; o l'Europa decide di avere regole comuni dappertutto, oppure continueranno a farlo, anche nel Vecchio Continente».

### **IL RUOLO DEI CONSULENTI FINANZIARI**

Nemmeno la consulenza finanziaria è stata al centro del dibattito elettorale, per usare un eufemismo. «L'auspicio è che ci sia una sempre maggiore attenzione alla categoria, e soprattutto al modello che evidenzia il valore della consulenza finanziaria» dice Luigi Conte, presidente di Anasf, «non foss'altro

perché la complessità aumenta in termini esponenziali e le famiglie italiane sono costrette ad affrontare problematiche sempre più articolate e difficili da comprendere e da dirimere: proprio il rapporto con il consulente finanziario può fare acquisire la necessaria consapevolezza». Le vie per raggiungere questo scopo sono diverse. «Si dovrebbe dare più ampia visibilità e respiro all'attività del consulente finanziario partendo dalle politiche giovanili» rimarca Conte, «in Italia abbiamo un problema demografico importante che ci porta a essere rappresentati come un Paese di anziani, che spinge i giovani a uscire dalla nazione per cercare e spesso trovare fortuna all'estero. Sono anni che come Anasf cerchiamo di proporre nuove idee e iniziative, a volte anche recepite, su quanto si possa trarre dai giovani con adeguate politiche, specie in una professione dinamica e affascinante come la nostra, dove la concorrenza è ridotta perché siamo in pochi rispetto alla grande esigenza di consulenza. Auspichiamo che si attuino anche politiche fiscali legate alla formazione, al mondo dell'università, che incentivino i giovani a scegliere di svolgere questa professione in Italia». Altro passaggio decisivo è quello dell'educazione finanziaria. «Si deve arrivare a un'adeguata formazione dei cittadini in ambito economico finanziario, partendo dalle scuole» osserva il presidente di Anasf, «siamo impegnati in tante iniziative che hanno innalzato il livello medio, ma non basta, bisogna in-

vestire molto di più per sensibilizzare i cittadini almeno a informarsi adeguatamente». Il prossimo governo dovrà inoltre dimostrare di saper mettere al centro il valore del risparmio italiano. «In campagna elettorale non se n'è parlato» evidenzia Conte, «voglio immaginare che ciò sia dovuto alla fretta con cui i partiti hanno dovuto preparare i programmi. Ritengo che sia necessario capire una volta per tutte che il risparmio degli italiani è un asset strategico e va trattato come tale, un'infrastruttura di questo Paese che troppe volte è tenuta in quota riserva o addirittura trattata come un serbatoio oggetto di prelievi fiscali a vario titolo». Un asset che va considerato parte integrante dell'economia reale. «Abbiamo tanto risparmio fermo sui conti correnti che potrebbe rappresentare un motivo di rilancio per le imprese italiane» avverte il presidente di Anasf. «Non dimentichiamo che grandi gruppi imprenditoriali hanno già lasciato il Paese, se ci sarà una riduzione dell'impatto delle Pmi il rischio è che gli italiani continuino ad avere un timore recondito di investire il denaro e orientino i loro risparmi sul debito pubblico o su prodotti di liquidità che subiscono ad oggi gli effetti di un'inflazione feroce». Last but not least, le tasse. «Ci aspettiamo politiche fiscali adeguate» scandisce Conte, «ci sono ancora sperequazioni importanti negli oneri tra varie attività finanziarie e si deve intervenire: ne abbiamo parlato nel corso della mia legislatura, specie durante l'ultima kermesse ConsulentiTia 2022 a Roma, vedo che qualcuno ha ripreso il tema in campagna elettorale». Quanto alla Borsa, «il problema è sempre lo stesso; bisogna capire quale prospettiva ha il Paese, se aspira a una crescita importante le imprese devono confrontarsi con il mercato. L'auspicio è di creare un patto tra Stato, imprese e cittadini, nell'ambito del quale la nostra figura dovrà essere centrale per poter considerare il futuro come un'opportunità e non un rischio».

### **COSTI INSENSATI PER QUOTARSI**

Anche le aziende quotate non possono certo essere felici della scarsa attenzione dimostrata dai partiti. «Quando è partito l'Aim nell'aprile 2009 c'erano 300-350 società quotate, ora ce

ne sono invece poco meno di 400; ma circa 200 sono piccole e medie **dell'Eu-ronext Growth Milan**» dice **Giovanni Natali**, presidente di **AssoNext**, l'associazione delle Pmi scambiate sul mercato Egm, ex Aim. «Il mercato dei medio-grandi ha perso più di un terzo delle società quotate: se togliamo banche, assicurazioni e gruppi partecipati dallo Stato come Eni e Enel non c'è minimamente la rappresentazione del tessuto economico del Paese. Eppure sembra non importi niente a nessuno».

### *La critica di Natali (AssoNext) alla Consob: «Non deve essere la quarta Polizia di Stato, deve sanzionare ma anche promuovere il mercato»*

La burocrazia è un peso opprimente e a volte insensato. «Per passare da Egm (ex Aim) a Mta, un'azienda tra avvocati, commercialisti, revisori, new diligence ecc. spende un milione di euro» incalza Natali. «Un milione di euro solo per il passaggio da un mercato all'altro! Un'azienda quotata da 3-4 anni su Egm, una volta appurato che ha redatto i bilanci Ias, dovrebbe invece poter fare il passaggio con una semplice comunicazione». Non va meglio per i costi da affrontare per quotarsi. «L'anno scorso con il gruppo **Ambromobiliare** abbiamo quotato **Italian Sea Group**: ci hanno messo 2 anni, con una spesa di 700mila euro in avvocati». Quanto alla burocrazia, è dappertutto, anche se qualcosa finalmente si muove. «Fino ad agosto l'Italia era l'unico Paese dell'Ue dove non si poteva fare un prospetto informativo in inglese, ora finalmente **Consob** ha modificato il regolamento sull'ammissione». Le conseguenze di un simile contesto sono sotto gli occhi di tutti. «Quelli che ci sono, scappano, oppure in Italia non si quotano, come nel caso di **Loro Piana**» accusa il presidente di AssoNext. «Nessuno dice di allentare la morsa, chi sbaglia deve essere sanzionato; ma se su 300 quotate ci sono 3 disgraziati, questo non significa che devi torturare tutti gli altri». Il problema non sono solo le normative, ma anche l'ottica con la quale vengono applicate. «Consob applica le direttive europee, ma c'è modo e modo di farlo»

Nella foto della pagina accanto Luigi Conte, presidente di Anasf. Nella foto in basso Giovanni Natali, presidente di AssoNext

rimarca Natali, «un Paese le può applicare con una gradazione di severità da 1 a 10: in Italia è sempre a 10. Così soprattutto le società medio-piccole si trovano a gestire una mole di burocrazia pazzesca, che altri Paesi non hanno. Consob non dovrebbe essere la quarta polizia di Stato, deve sanzionare ma anche promuovere il mercato. La prima esigenza forte è dunque quella di una forte semplificazione». Anche gli incentivi, quando ci sono, sembrano sempre concessioni temporanee. «Non è possibile ogni anno dover chiedere da capo il bonus quotazione» incalza Natali, «l'anno scorso se l'è dimenticato perfino Draghi e abbiamo dovuto fare il diavolo a quattro per farlo reinsertire: deve diventare uno strumento permanente». Per il presidente di AssoNext, la mancata acquisizione di Borsa Italiana da parte di una cordata italiana è un'occasione persa. «È stata pagata 4,5 miliardi, credo che se ci fosse stato Draghi a Palazzo Chigi avrebbe chiamato le 4-5 banche principali del Paese con Cdp e ce la saremmo comprata noi» afferma Natali, «teniamo conto che mentre gli inglesi avevano cambiato il solo ad **Massimo Capuano** dopo tanti anni, ma per il resto tra vertici e prime linee non avevano toccato nulla, i francesi in un anno ne hanno cambiati una ventina, tra cui il capo del listing». Quel che c'è da fare è un compito decisamente impegnativo. «Dobbiamo creare un vero mercato borsistico italiano,» incalza Natali, «si dice spesso che bisogna fare arrivare più liquidità sui mercati, ma attenzione: se ne arrivasse troppa non si saprebbe dove metterla, perché le quotate sono troppo poche. Borsa italiana capitalizza 600 miliardi, una cifra che non indica il flottante ma la capitalizzazione. Si deve aumentare il numero delle società industriali quotate, sono solo qualche decina! **Barilla, Ferrero, Armani, Lavazza** non sono quotate, negli Usa lo sarebbero da 50 anni, e **Tod's** si delista. Speriamo che almeno **Bombassei** resista». Un ulteriore problema è il ruolo limitato delle grandi banche, specie nella quotazione delle Pmi. «Se si guarda alle quotazioni sull'Egm, ex Aim, **Unicredit e Intesa Sanpaolo** ne hanno fatta solo qualche unità» nota il presidente di AssoNext, «ma il numero più grande è di **Finnat, Intermonte, EnVent**. Se **Carlo Messina** dicesse: ogni filiale mi deve portare una quotazione all'anno, ne avremmo 10mila in tre anni».

