
Premessa

Basilea 3 entrerà gradualmente in vigore a partire dal 2013 e sarà pienamente operativa nel 2019. Basilea 3 imporrà alle banche una più stringente disciplina riguardo l'adeguamento del patrimonio netto agli effettivi rischi relativi all'attività. Elemento centrale della riforma è la revisione della definizione di capitale.

Tra gli obiettivi della riforma:

1. migliorare la qualità del patrimonio di vigilanza;
2. armonizzare la definizione di capitale ed eliminare difformità di comportamento;
3. semplificare e rendere maggiormente trasparente la struttura del capitale delle banche.

È stata definita una lista di 14 criteri che dovranno essere rispettati tutti e congiuntamente, affinché uno strumento possa essere incluso nel common equity (da ricordare che gli Stati Uniti non hanno mai aderito alla regolamentazione di Basilea 2 e che, relativamente a Basilea 3, i regolatori europei auspicano che gli Stati Uniti decidano di aderire).

Il senso complessivo della riforma certamente non va nella stessa direzione auspicata dal mondo delle piccole e medie imprese, che invocava la sospensione delle regole di Basilea per ottenere più facilmente l'erogazione del credito da parte delle banche.

E' possibile prevedere che già dal 2011 e gradualmente fino al 2013 le banche concederanno sempre meno credito alle piccole e medie imprese, attuando di fatto un credit crunch a danno delle stesse, proprio perché maggiori sono i rischi e quindi l'accantonamento di capitale necessario per l'adeguamento ai nuovi parametri.

Da questa considerazione prende spunto la possibilità della creazione di un mercato di riferimento per le piccole e medie imprese.

Obiettivi:

Determinare le condizioni per l'apertura di un nuovo mercato per le piccole e medie imprese in Italia a seguito dell'introduzione della Mifid che abbia le seguenti caratteristiche:

- essere un mercato non regolamentato al quale si accede previa autorizzazione da parte di un ente "super partes", pubblico o privato, che verifichi insieme all'intermediario (figura equivalente agli attuali "Nomad"/"Sponsor", vale a dire il consulente qualificato in operazioni di finanza straordinaria che assiste la società in sede di ammissione in quotazione e durante il periodo di permanenza sul mercato)il possesso dei requisiti di quotazione
- annoverare tra i propri soci istituti di credito di minori dimensioni, interessati ad operare su di un nuovo mercato

-
- Annoverare tra i promotori Istituzioni pubbliche (Cassa depositi e prestiti o un fondo apposito, Banca del sud, sistema delle Camere di Commercio) capaci di garantire:
 - o Il collegamento con il mondo delle imprese
 - o La liquidità del mercato nella fase iniziale del collocamento
 - o La sostenibilità degli investimenti
 - Appoggiare il proprio sistema di trading sulla piattaforma di Borsa Italiana o su di una diversa.
 - Normare la figura dell'intermediario che assume la finzione di Nomad/Sponsor, essendo realmente responsabile delle aziende proposte al mercato. Su questo punto il Regolamento deve essere molto duro e le conseguenze non devono essere in soli termini reputazionali ma anche patrimoniali.
 - Dare al sistema Camerale un mandato territoriale di screening delle opportunità, da veicolare nei confronti degli intermediari registrati sul sistema.
 - Escludere da questo mercato le start up e le investment company.

Elemento basilare di questo mercato deve essere la responsabilità di chi gestisce il Listing e l'ammissione al trading, nonché di quanti advisor o Nomad sono responsabili dell'operazione

Incentivi e strumenti di natura fiscale:

Il successo di un nuovo mercato presuppone interventi di natura legislativa che incentivino l'ingresso di: emittenti, investitori ed operatori.

In questo documento abbiamo sviluppato alcune ipotesi:

- Per le società che accedono al mercato, emittenti, un'agevolazione fiscale per gli oneri di quotazione
- Incentivi per le società emittenti, in relazione alla tassazione sul lavoro dipendente, in riferimento alla stabilizzazione del precariato, con provvedimenti simili a quelli messi in opera per le assunzioni dalle liste di mobilità.
- Immaginare una forma di detraibilità fiscale per i costi derivanti dalla permanenza sul mercato (investor relation, costi di trasparenza, compliance alla normativa, ecc.), sino ad una determinata cifra.
- Agevolazioni fiscali per gli investitori istituzionali/professionali. Si può ipotizzare una riduzione/eliminazione dell'imposta sui capital gain.
- Nessuna tassazione sulle plusvalenze da cessione per quanti, privati o fondi, mantengano le azioni per un determinato periodo.
- Detraibilità delle perdite in caso di riduzione del valore della partecipazione.

Un esempio di mercato avviato grazie a strumenti simile è il mercato AIM del London Stock Exchange che attualmente genera un contributo, diretto ed indiretto, del PIL Inglese valutabile in 25 Miliardi di Sterline. Ed un volano occupazionale di 250.000 posti di lavoro.

Alleghiamo l'Economic impact of AIM and the role of fiscal incentives, studio commissionato nel settembre 2010, da The London Stock Exchange a Grant Thornton per analizzare il contributo di AIM all'economia inglese, ed il ruolo degli incentive fiscali nel processo di attrazione degli investitori verso il mercato delle PMI

I modelli

In questa sede tratteggiamo gli elementi di massima dei modelli che vogliamo proporre. Partendo dal precedente documento, che analizzava le difficoltà del modello Borsa Italiana, proponiamo due opzioni alternative.

Questo nuovo mercato deve essere esplicitamente dedicato alle PMI (italiane ed europee) con facoltà di scelta dell'investitore, istituzionale o privato, da parte dell'azienda che accede al collocamento. Garantendo alcuni requisiti fondamentali comuni alle due ipotesi presentate:

- rivolgersi ad aziende che si affacciano al mercato con una valutazione di capitalizzazione minima di 10 milioni di € e massima di 200 milioni di € o un valore di EBITDA positivo ed un moltiplicatore di riferimento non inferiore a criteri prestabiliti.
- basso costo di ingresso
- basso costo di permanenza
- rapidità di accesso stanti le condizioni previste dal regolamento, che saranno quelle canoniche con l'aggiunta di:
 - o aumento di capitale dedicato esclusivamente alla quotazione . No ad operazioni miste di vendita/aumento di capitale
 - o impegno alla stabilizzazione dei contratti dei lavoratori delle aziende che accedono al collocamento agevolato
 - o dichiarazione preventiva su eventuali piani di stock option e sul sistema di remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti strategici
 - o impegno a reinvestire una parte rilevante degli utili aziendali nei primi 3 anni di collocamento
 - o possibilità di accesso agevolato al mercato regolamentato
- Obblighi di comunicazione limitati ai dati di bilancio, alle informative sugli organi sociali e sulla compagine azionaria ed alla approvazione/modifica raggiungimento dei piani strategici ;

L'avvio di questa gestione dovrà valutare:

- Il ritorno in termini di PIL;
- Il ritorno in termini di occupazione nuova e stabilizzazione della precaria.

Le due ipotesi proposte hanno caratteristiche comuni ma premesse assolutamente diverse, con un ruolo del fondo più "attivo" (ma anche più complesso) nel secondo caso .

Nella **prima ipotesi** si immagina uno strumento che intervenga a posteriori della manifestata volontà da parte dell'imprenditore di accedere al mercato, e delle valutazioni svolte dagli advisor e dagli enti di controllo con l'ammissione al listing.

Al momento del collocamento il fondo interviene sottoscrivendo una quota del capitale offerto in IPO, che verrà mantenuta per un periodo non inferiore ai due anni: il fondo non necessita di alcuna struttura di valutazione e gestione limitandosi ad acquisire quote di società già ammesse al mercato.

Nella **seconda ipotesi** si immagina la costituzione di una Newco nella forma di un fondo che, opportunamente capitalizzata, viene quotata al mercato MTA avendo come finalità l'acquisto di quote di partecipazione, minoritaria, in PMI (sulla falsariga del **Fondo italiano di investimento per le Pmi**). In questo caso l'investimento passa attraverso una attività di screening e valutazione delle imprese da avviare al collocamento, ma l'ottenimento del codice ISIN è contestuale all'investimento da parte della Newco. Ovvero il collocamento sul nuovo mercato è contestuale all'investimento della newco ed all'aumento di capitale per la quotazione.

Ipotesi 1

Non immaginiamo uno strumento “Cassa del mezzogiorno”, ma un fondo assolutamente neutrale e silente in azienda che generi un volano fornendo l’iniziale liquidità del mercato.

L’impegno per lo Stato è relativo alla dotazione del Fondo (circa 900 milioni di € in 3 anni per investimenti in equity) in parte anche sostenibili grazie ad un andamento positivo del corso dei titoli posseduti.

Il disinvestimento da parte del Fondo al termine dei 2 anni non è obbligatorio, ed è possibile prevedere un qualunque tipo di gestione (ipotesi: Realizzazione nei 24 mesi successivi).

Il fondo

300 aziende

3 anni

30% flottante minimo

50 milioni di € di capitalizzazione media

15 milioni di € di raccolta media

Totale raccolta media sul mercato in 3 anni 4,5 miliardi di €

20% della raccolta media in 3 anni 900 milioni €

L’ipotesi è molto aggressiva ma quello che interessa è il modello.

- Garanzia, che, contestualmente all’autorizzazione al listing da parte di una autorità indipendente e all’ammissione al trading da parte del gestore del mercato, intervenga un fondo statale disponibile a sottoscrivere il 20% della raccolta potenziale
- Il fondo si impegna a mantenere le quote acquistate per un periodo non inferiore ai 24 mesi.
- Il fondo non può acquisire quote in una misura superiore al 20% (o altra percentuale che possiamo valutare) del flottante. Se ad effetto di operazioni di mercato si trovasse nella posizione di possedere una quota maggiore del 20% , non avrà facoltà di esercitare il diritto di voto sulle azioni in esubero e dovrà cederle sul mercato nell’esercizio.
- Per chi opera sul mercato per i primi 24 mesi si dovrebbero prevedere esenzioni fiscali e/o incentivi.

Ipotesi 2

L'ipotesi prevede un impegno iniziale da parte dello Stato pari a ca. 1 miliardo di euro. L'ammontare dello stesso viene reso disponibile attraverso una "newco", quotata sul mercato ufficiale (MTA). In questo modo si rende possibile ad altri investitori di partecipare al progetto (p.e. fondi sovrani) e si garantisce la necessaria trasparenza degli investimenti sottostanti.

La quotazione potrebbe passare attraverso un aumento di capitale per un ammontare di almeno 500 milioni di euro.

La società veicolo Newco acquista quote di partecipazione in piccole e medie imprese per un ammontare non superiore a 20 milioni di euro, esclusivamente tramite un aumento di capitale e per una partecipazione non superiore al 20-25%.

Al momento dell'ingresso nel capitale della Newco, automaticamente la società partecipata ottiene un codice ISIN ed è quotata presso il "nuovo mercato" che si intende andare a creare. Questo avviene in quanto, parallelamente alla sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte della società veicolo a maggioranza statale, la società partecipata colloca sul mercato una ulteriore quota del suo capitale presso investitori istituzionali/professionali.

Il processo che porta alla quotazione deve necessariamente essere seguito da una figura istituzionale precisamente individuabile ed i cui manager possiedano requisiti professionali ben definiti (tipo NOMAD per il mercato AIM).

In ogni caso la figura istituzionale deve essere sottoposta alla vigilanza di Consob o altro Ente.

Con una dotazione iniziale di 1 miliardo è possibile prevedere un intervento in circa 300 imprese nei primi 3 anni di attività.

La società veicolo non dovrebbe avere limiti temporali di investimento, ma si potrebbe valutare un intervento medio della durata di 3/5 anni, scaduti i quali si potrebbe prevedere una quotazione sul mercato maggiore (ufficiale), un riacquisto complessivo delle quote da parte dell'imprenditore, la vendita del 100% del capitale.

La newco a partecipazione statale si finanzierebbe, tramite le successive vendite oppure tramite aumenti di capitale e/o emissione di prestiti obbligazionari (entrambi facilitati perché quotata sul mercato ufficiale).

Perché il mercato funzioni è fondamentale che lo stesso sia reso sufficientemente liquido. Occorre in altre parole creare le condizioni necessarie per consentire l'avvio di fondi comuni di investimento specializzati nel nuovo mercato. Lo strumento del sostegno fiscale (anche attraverso un regime di tassazione agevolata) deve consentire al risparmio di essere convogliato nell'investimento delle piccole e medie imprese quotate nel nuovo mercato.

Allegato: *Economic impact of AIM and the role of fiscal incentives può essere scaricato all'indirizzo:*

http://www.grant-thornton.co.uk/thinking_blogs/publications/economic_impact_of_aim_and_the.aspx