

MERCATO DEI CAPITALI

Linee Guida
Strategiche Settoriali



INDICE

KEY MESSAGES	3
1. CONTESTO DI RIFERIMENTO	4
1.1 QUADRO INTERNAZIONALE DI RIFERIMENTO PER IL MERCATO DEI CAPITALI	5
1.2 POSIZIONAMENTO DELL'ITALIA: PUNTI DI FORZA E GAP DA COLMARE	6
2. AREE DI FOCUS E PRIORITÀ STRATEGICHE	15
2.1 CRESCITA E SVILUPPO DELL'ECOSISTEMA DEL VENTURE CAPITAL	16
2.2 INCREMENTO DI MASSA CRITICA, VARIETÀ E DIMENSIONE DEL PRIVATE EQUITY	17
3. FATTORI ABILITANTI E RUOLO DI CDP	18
3.1 FATTORI ABILITANTI	19
3.2 RUOLO DI CDP	20
4. RACCOMANDAZIONI	21

I 10 CAMPI DI INTERVENTO DEL PIANO STRATEGICO 2022-2024 DI CDP



1
TRANSIZIONE
ENERGETICA



2
ECONOMIA
CIRCOLARE



3
SALVAGUARDIA
DEL TERRITORIO



4
INFRASTRUTTURE
SOCIALI



5
MERCATO
DEI CAPITALI



6
DIGITALIZZAZIONE



7
INNOVAZIONE
TECNOLOGICA



8
SOSTEGNO
ALLE FILIERE
STRATEGICHE



9
COOPERAZIONE
INTERNAZIONALE



10
TRASPORTO /
NODI LOGISTICI

KEY MESSAGES

- Il Mercato dei capitali pubblici e privati in Italia non è ancora adeguato a sostenere lo sviluppo dell'economia nazionale:
 - ▶ il segmento pubblico risulta **sottodimensionato rispetto a quello dei principali peer europei, non riuscendo pertanto a svolgere appieno la funzione di volano** per la competitività delle imprese italiane e del Paese in generale;
 - ▶ il mercato privato presenta un **eccessivo grado di frammentazione**, con operatori piccoli e un'offerta **non completa lungo le differenti fasi del ciclo di vita delle imprese**. Ne consegue che aziende con forti ambizioni di crescita e importanti potenzialità hanno **difficoltà a trovare operatori in grado di sostenerle, finanziariamente e nello sviluppo di progetti industriali**, soprattutto nelle fasi più delicate di discontinuità.
- Il sistema di finanziamento delle imprese vede ancora **una prevalenza del credito bancario** e un limitato ricorso al mercato dei capitali, sia per uno sviluppo della finanza non bancaria in divenire sia per una scarsa propensione delle imprese verso segmenti e strumenti legati al capitale di rischio. Tale circostanza può rappresentare un freno all'ulteriore sviluppo del sistema produttivo.
- Un sistema finanziario diversificato e un'**equilibrata composizione delle fonti di finanziamento delle imprese**, infatti, possono contribuire a favorire un'accelerazione del potenziale di crescita dell'economia. L'utilizzo di capitale azionario, data la natura di lungo periodo, consente infatti di sostenere investimenti e piani di sviluppo a lungo termine, con un più elevato grado di rischio-sità e che riguardano anche attività immateriali, come ad esempio quelle in R&S o innovazione, fondamentali per aumentare la competitività sui mercati e per migliorare la produttività.
- Lo **sviluppo dei mercati dei capitali pubblici e privati** in Italia **deve procedere in parallelo**, per consentire un adeguato supporto alle imprese nelle diverse fasi del ciclo di vita. In particolare, il **ruolo del mercato privato** deve essere quello di accompagnare le aziende a **crescere dimensionalmente e a rafforzare la propria struttura finanziaria** anche nella prospettiva di una **quotazione**, traguardo che oggi in Italia è appannaggio di poche imprese e di dimensioni ridotte nel confronto internazionale.
- **L'obiettivo generale è contribuire allo sviluppo di un mercato dei capitali completo e integrato**. Le aziende italiane soffrono, infatti, di carenza di capitali in quattro momenti fondamentali: a) nella fase di startup, in cui l'incertezza è altissima; b) nella fase di scale-up, in cui avviene la transizione tra investimenti early-stage e investimenti late-stage; c) nella fase di growth, in cui l'impegno economico è ingente; e d) nella fase di pre-listing. Con un'azione sia diretta che indiretta, si rende necessario promuovere **fondi che investano specificatamente in alcune di queste fasi di discontinuità**.
- In questa prospettiva, le **aree prioritarie di intervento** su cui CDP può concentrare la propria azione al fine di promuovere lo **sviluppo del mercato privato dei capitali** verso un assetto più completo, capace di supportare le aziende in modo continuativo, sono due:
 - ▶ **la crescita e lo sviluppo dell'ecosistema del Venture Capital** e l'apporto di sufficienti capitali per recuperare il ritardo rispetto ai principali peers europei;
 - ▶ **l'incremento di massa critica, varietà e dimensione del Private Equity**, sia in favore delle imprese sia nel campo delle infrastrutture, promuovendo il ruolo di catalizzatore di risorse "terze" verso iniziative a maggiore impatto.
- A ciò si affianca il **supporto dell'infrastruttura di sistema principale**, attraverso una governance attiva della partecipazione in Euronext, contribuendo a indirizzare la società verso modalità operative che permettano alla Borsa Italiana di essere uno strumento sempre più adeguato alla raccolta di capitali.
- In tale contesto, CDP può intervenire, secondo criteri di **addizionalità e complementarità, contribuendo a colmare i gap di investimento** che insistono su specifici momenti del ciclo di vita aziendale in cui gli operatori di mercato non riescono a mobilitare risorse adeguate.
- Per garantire **trasparenza e accountability** dei processi decisionali, CDP si propone di misurare la qualità e l'impatto degli interventi supportati. A tal fine, per ciascun campo di intervento, CDP si avvale di un set di KPI per il monitoraggio e la valutazione.



1. Contesto di riferimento

**1.1
Quadro internazionale
di riferimento per il
mercato dei capitali**

**1.2
Posizionamento
dell'italia: punti di
forza e gap da colmare**

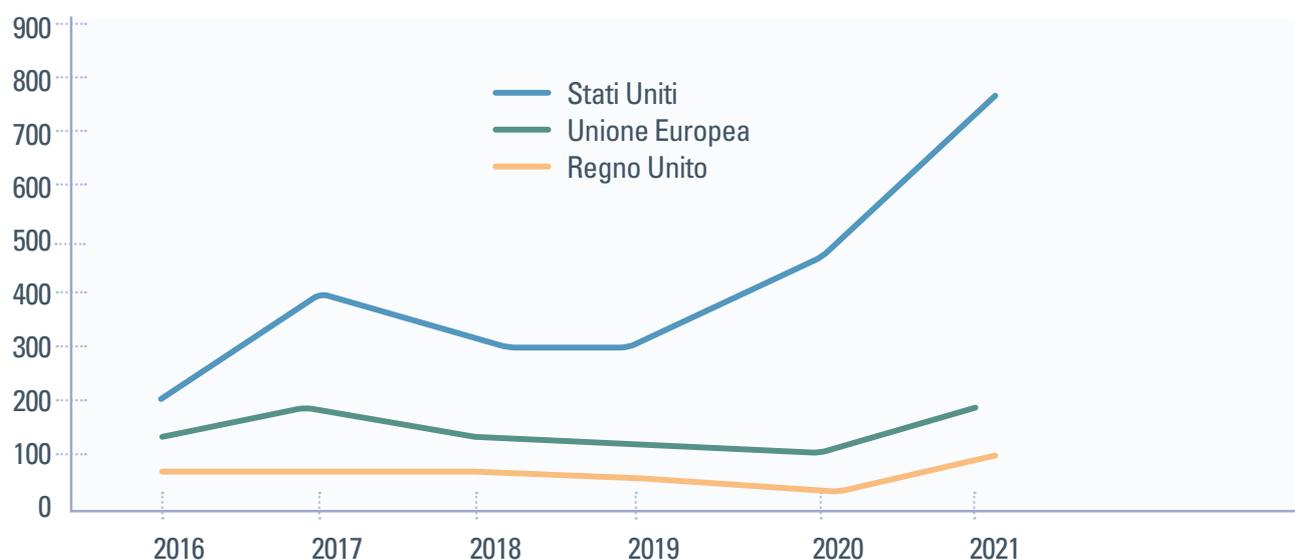
1. CONTESTO DI RIFERIMENTO

1.1 QUADRO INTERNAZIONALE DI RIFERIMENTO PER IL MERCATO DEI CAPITALI

 Dallo scoppio della crisi pandemica, **si è registrata a livello globale una crescita significativa della raccolta di capitale**, sia attraverso IPO¹ (Initial Public Offering) sia tramite aumenti di capitale delle società quotate SPO² (Seasoned Public Offering). Tale incremento è stato robusto per il **mercato USA** e più contenuto **nell'Unione Europea**: nell'ultimo quinquennio il mercato statunitense ha registrato, infatti, un tasso di crescita medio annuo del 26%, contro il 12% di quello europeo (grafico 1). Tali diverse dinamiche hanno ampliato lo scarto competitivo tra le due aree.

GRAF. 1 – RACCOLTA DI CAPITALE (IPO E SPO)

(miliardi di dollari)



Fonte: Bloomberg

 L'Europa sconta un **ritardo** sia sotto il profilo del **mercato azionario**, sia in quello dei **capitali privati**. Con riferimento al primo, la **dimensione del mercato pubblico** europeo calcolata in rapporto al PIL è inferiore a quella del mercato nordamericano: nel 2021 in Europa era pari a circa il 60%, contro quasi il 200% negli Stati Uniti.

 Per ridurre questo gap di competitività, la **Commissione europea** ha ribadito la necessità di **sviluppare, a livello comunitario, mercati dei capitali forti, ben integrati, più efficienti e reattivi**, che, accanto ai programmi per la ripresa e la resilienza, saranno essenziali per sostenere la crescita economica futura dell'area³.

 **A causa della frammentazione e dell'incompleta attuazione del mercato unico dei capitali**, tuttavia, vi sono **ampie divergenze anche tra i mercati finanziari europei**, dove sono più sviluppate le piazze a maggiore vocazione internazionale, caratterizzate da un ambiente più favorevole alla quotazione e alla gestione delle imprese.

 Anche il **mercato dei capitali privati europeo** risulta sottodimensionato rispetto a quello statunitense: in Europa la quota sul PIL degli **investimenti di private equity** nel 2021 ha raggiunto lo 0,8%, massimo storico, ma risulta di gran lunga inferiore rispetto al mercato USA dove tale rapporto è di poco inferiore al 7%⁴. Tra i paesi europei le differenze sono rilevanti: Regno Unito e Irlanda rappresentano il mercato di Private Equity più sviluppato, con un'incidenza del 47% sul totale degli investimenti di Private Equity effettuati nel 2021 a livello europeo, seguiti da Francia e Benelux (27%), le regioni dell'Europa centrale (10%), i Paesi Nordici (9%) e, infine, l'Europa mediterranea (6%)⁵.

¹ Quando una società viene quotata per la prima volta sul mercato il processo è chiamato Offerta Pubblica Iniziale (IPO).

² Quando una società già quotata in Borsa si rivolge al mercato dei capitali per raccogliere capitale aggiuntivo si parla di Offerta Pubblica Secondaria (OPS).

³ COM (2021) 720 final, "Unione dei mercati dei capitali - Risultati conseguiti un anno dopo il piano d'azione".

⁴ EY, Economic contribution of the US private equity sector, 2021.

⁵ Invest Europe, Industry Statistics, 2021. L'Europa centrale comprende Austria, Germania e Svizzera; l'Europa mediterranea comprende Grecia, Italia, Portogallo e Spagna. Per Paesi nordici si intendono l'insieme di Danimarca, Finlandia, Norvegia e Svezia.

 Rilevante anche il distacco in termini di **investimenti venture capital in rapporto al PIL**: 0,1% in Europa contro l'1,4% negli USA.

 Gli elementi che rendono più **competitivi i mercati internazionali** rispetto a quelli europei sono la maggiore flessibilità in termini di **modalità di accesso al mercato** e le **regole** di diritto societario che **possono incentivare la quotazione** di imprese di tipo "growth" e **favorire la partecipazione delle piccole e medie imprese**⁶.

 **I fattori che scoraggiano le imprese**, soprattutto le **PMI**, ad accedere ai mercati dei capitali in Europa sono riconducibili a: gli **elevati oneri amministrativi**, gli **eccessivi costi di quotazione** e un **contesto di regole di compliance troppo stringenti legate allo status di emittente quotato**. Per superare questi limiti la **Commissione europea** ha approvato un **nuovo piano d'azione**⁷ che prevede il raggiungimento di tre obiettivi: 1) garantire una ripresa economica della UE verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i **finanziamenti più accessibili per le imprese europee, in particolare per le PMI**; 2) rendere la UE un **luogo più sicuro per i singoli risparmiatori e investitori a lungo termine**; 3) **integrare i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico europeo**.

1.2 POSIZIONAMENTO DELL'ITALIA: PUNTI DI FORZA E GAP DA COLMARE

 Punti di forza	 Gap da colmare
<p>Tessuto produttivo solido e diversificato</p> <hr/> <p>Capacità di ricerca di base e presenza di eccellenze tra Università e Centri di Ricerca</p> <hr/> <p>Elevato potenziale attrattivo per gli investitori internazionali</p> <hr/> <p>Risparmio privato tra i più elevati al mondo</p>	<p>Volumi ridotti di capitali investiti</p> <hr/> <p>Scarsa numerosità e diversificazione degli operatori domestici</p> <hr/> <p>Frammentazione e scarso sviluppo dell'ecosistema finanziario lungo il ciclo di vita delle imprese</p> <hr/> <p>Contenuta partecipazione di investitori istituzionali nella raccolta di capitali</p>

 Per **dare impulso alla crescita del mercato dei capitali**, il nostro Paese può far leva su alcuni **punti di forza** tra i quali:

- una **manifattura** con una **consolidata leadership globale**: l'Italia è seconda in Europa e settima al mondo per valore aggiunto dell'industria; è terza al mondo per diversificazione produttiva⁸;
- una **ricerca di eccellenza**, che posiziona l'Italia al **secondo posto in Europa, dopo la Germania**, nella classifica dei finanziamenti vinti ed erogati dal Consiglio Europeo della Ricerca e all'**ottavo posto al mondo per numero di pubblicazioni scientifiche**. Realtà come Human Technopole, l'Istituto Italiano di Tecnologia e, a tendere, le Infrastrutture dell'innovazione e i Centri di Ricerca Nazionale finanziati con risorse PNRR – come, ad esempio, il Polo Agritech appena avviato – saranno generatori di idee innovative che, con un adeguato sostegno finanziario e progettuale, potranno diventare startup di successo;
- un **sistema produttivo** caratterizzato dalla presenza di **distretti industriali con elevate competenze**, attivi in svariati settori, anche altamente tecnologici (dall'aerospazio alla biomedicina alle nanotecnologie). I distretti non sono concentrati geograficamente nelle aree tradizionalmente innovative del Paese ma sono distribuiti in tutto il territorio nazionale e sono in grado di supportare la crescita e lo sviluppo delle startup. La Campania, ad esempio, è la terza regione d'Italia per numero di startup innovative. A ciò si aggiunge un'elevata quota di export sul PIL (30%) che fa dell'Italia uno dei principali esportatori globali e riflette un sistema fortemente integrato in alcune rilevanti catene internazionali del valore;

⁶ Ministero dell'Economia e delle Finanze, Consob e Banca d'Italia, Libro verde su "La Competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", 2022.

⁷ COM(2020) 590 Final, A Capital Markets Union for people and businesses-new action plan.

⁸ Si vedano le Linee Guida Strategiche Settoriali per il Supporto alle Filiere Strategiche.

- un **risparmio privato tra i più elevati al mondo**: la **ricchezza finanziaria delle famiglie italiane** ammonta a circa 5 mila miliardi di euro nel 2021, di questi, circa 1.700 miliardi si trovano nei depositi; la **ricchezza netta è 8,7 volte il reddito disponibile, contro il 6,8 in Germania e il 7,7 nel Regno Unito e 7,5 negli Stati Uniti**. Questo fattore rappresenta una leva potenziale straordinaria il cui impatto dipende dalla capacità di fare confluire tali risparmi verso investimenti a lungo termine nell'economia reale.

Per rafforzare il ruolo del mercato dei capitali come fonte complementare di finanziamento e migliorare la robustezza finanziaria delle imprese, l'Italia ha intrapreso nel tempo **importanti riforme**. Tra le diverse misure adottate rientrano i **Piani Individuali di Risparmio (PIR)**, strumenti finanziari ad hoc per le imprese di minori dimensioni come i **minibond**, la piattaforma ELITE di Borsa Italiana. Mirata ad assistere le imprese nell'accesso al capitale e alle reti necessarie per ingrandirsi, ELITE è stata lanciata su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze durante la crisi finanziaria ed è cresciuta nel tempo fino a trasformarsi in una società, a cui oggi partecipa anche CDP.

Nonostante i progressi però, l'Italia mostra alcuni significativi ritardi che frenano lo sviluppo del mercato dei capitali sia pubblico che privato.

Innanzitutto, il nostro Paese **fatica a raccogliere capitali tramite processi di quotazione**: negli ultimi dieci anni, in media, **meno di quattro società l'anno** sono state quotate sul mercato regolamentato della Borsa Italiana. Si è poi assistito a un **numero importante di delisting**, sintomo che gli imprenditori percepiscono un distacco tra valore dell'azienda e quotazione della borsa.

Tra le principali borse europee, quella italiana risulta tra le meno sviluppate per numero di società quotate e per capitalizzazione media e totale. Con particolare riferimento alla capitalizzazione media, le **imprese quotate in Italia valgono circa la metà di quelle quotate a Parigi e quasi un terzo di quelle tedesche**. La Borsa londinese primeggia per dimensione complessiva (grafico 2). Anche il **rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL in Italia risulta inferiore** rispetto a quello degli altri Paesi: nel 2021 è pari, infatti, al 45% contro il 150% di Parigi e il 170% di Londra.

GRAF. 2 – CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (TOTALE E MEDIA) E SOCIETÀ QUOTATE

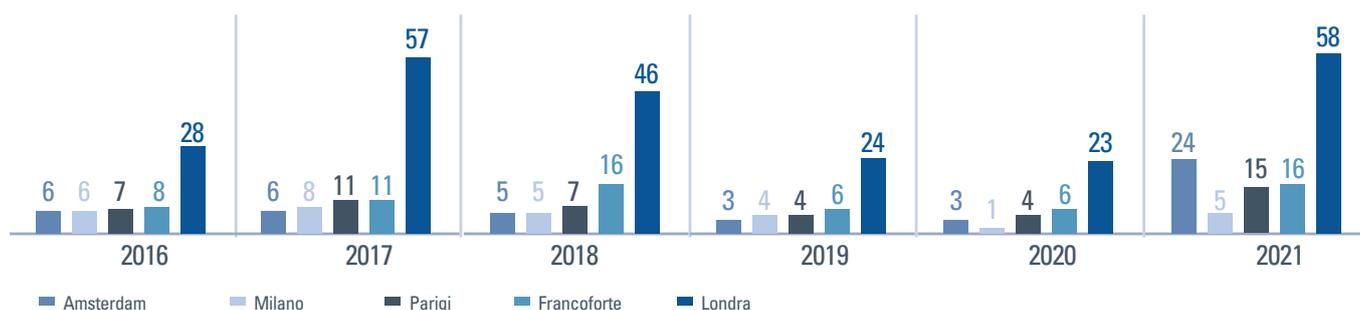
(valori assoluti e miliardi di euro, 2021)



Fonte: Euronext, Dealogic, FacSet dati sul PIL Commissione europea, SSB, ONS, SECO

Il ritardo dell'Italia risulta evidente anche se si osserva l'utilizzo del mercato del public equity da parte di aziende italiane attraverso **IPO e SPO come fonte di finanziamento azionario**. Nel 2021 a Milano ci sono state 5 IPO contro 15 a Parigi e 58 a Londra (grafico 3). In generale, sul fronte delle quotazioni, l'accesso alla borsa principale di Milano (Mta) è lento⁹.

GRAF. 3 – NUMERO DI OFFERTE PUBBLICHE INIZIALI (IPO) PER SEDE DI QUOTAZIONE



Fonte: elaborazione CDP su dati

⁹Libro verde su "La Competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", redatto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, in coordinamento con Consob e Banca d'Italia.

 **Lo stesso gap si riflette sulla raccolta di capitale sul mercato primario¹⁰:** nel 2021 ammonta a 1,45 miliardi di euro, contro i 3,5 miliardi di Parigi e i 15 miliardi di Londra. Anche sul **mercato secondario in termini di volume del capitale raccolto l'Italia sconta un maggior ritardo** rispetto ai principali mercati europei che già mostrano un gap significativo in confronto con le più importanti piazze finanziarie internazionali.

 Le imprese presenti sul mercato azionario italiano si caratterizzano, oltre che per una **dimensione media inferiore** rispetto a quella registrata nelle principali piazze finanziarie europee, anche per un **flottante limitato¹¹** che le rende particolarmente esposte a variazioni legate a poche operazioni di compravendita in un mercato di dimensioni ridotte. La **bassa quota di flottante**, inoltre, **incide negativamente sull'inclusione dei titoli azionari italiani negli indici internazionali**, limitando così il flusso di capitali esteri in entrata. Nell'indice europeo MSCI il peso dei titoli azionari italiani vale solo il 3,6%; quelli francesi, in confronto, rappresentano circa il 18%.

 Il limitato ricorso al mercato dei capitali pubblici è, in larga misura, il riflesso della **struttura del sistema produttivo nazionale** dove il numero di imprese dimensionalmente rilevanti per una possibile quotazione rimane contenuto. La governance **per lo più familiare, se da un lato garantisce stabilità e continuità nell'azionariato dell'impresa, dall'altra limita** l'apertura verso i capitali di terzi, spesso necessari per compiere il salto dimensionale e l'espansione su nuovi mercati. E dunque il canale bancario rimane, insieme all'autofinanziamento, il principale strumento per finanziare la crescita.

 Ma la **contenuta diversificazione delle fonti di finanziamento** frena lo sviluppo delle imprese perché riduce la capacità di investire in progetti più rischiosi o con tempi di rientro lunghi come quelli relativi all'innovazione o all'internazionalizzazione. La scarsa disponibilità di capitale di rischio rende, inoltre, le imprese **finanziariamente più vulnerabili** a eventuali shock. Un **maggior ricorso al mercato dei capitali**, infatti, **riduce il grado di leva finanziaria** delle aziende e quindi la loro rischiosità, generando un impatto immediato in termini di miglioramento del rating aziendale. Ciò si riflette positivamente sulla **capacità di ottenere più credito e a migliori condizioni**, elementi che innescano un **circolo virtuoso** per cui migliori rating delle aziende riducono la pressione sul capitale regolamentare delle banche, allargando gli spazi di manovra a sostegno dell'economia¹². Mercato dei capitali e sistema bancario trovano dunque una maggiore e più efficiente complementarità a vantaggio di crescita e competitività complessiva del sistema economico.

 Per far crescere il mercato dei capitali, non basta aumentare la domanda, cioè stimolare le imprese a far ricorso a questi strumenti, ma è necessario anche rafforzare l'offerta, attraverso una raccolta che coinvolga maggiormente gli **investitori istituzionali**.

 Pur essendo numerosi, gli **investitori istituzionali nazionali** – fondi pensione, assicurazioni, casse di previdenza – sono caratterizzati in media da **dimensioni modeste** sia in termini di **iscritti**, sia in relazione ai **patrimoni gestiti**. Inoltre, gli investimenti in mercati alternativi richiedono competenze e procedure che non sempre sono presenti proprio per la ridotta dimensione finanziaria di questi operatori, cosicché **i loro livelli di investimento Private Equity (PE), Venture Capital (VC) e Private Debt (PD) restano ancora contenuti**.

 In particolare, con riferimento ai **fondi pensione, nel ranking dei primi 300 a livello internazionale, troviamo un solo fondo italiano¹³, al 185° posto¹⁴**. La **piccola dimensione** che caratterizza i fondi pensione italiani emerge anche dall'incidenza di attività e passività finanziarie sul PIL: secondo le statistiche dell'OCSE, **i fondi italiani hanno una quota nettamente inferiore rispetto a quanto rilevato in altri importanti economie** (grafico 4).

¹⁰ Cfr. nota 3.

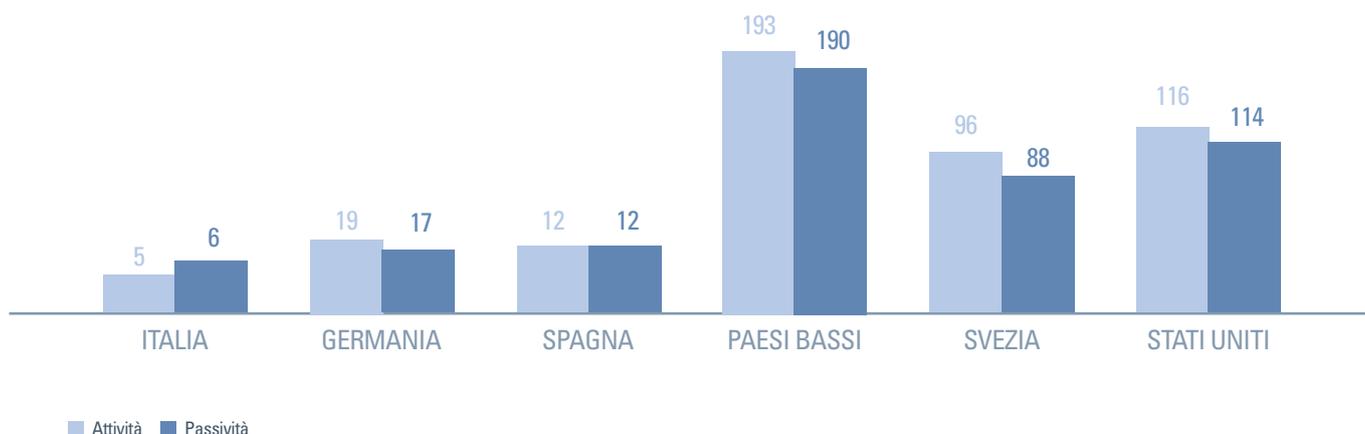
¹¹ Federation of European Securities Exchanges.

¹² Per ulteriori approfondimenti, si veda: Caselli S. Sironi A. (2015), Unione Bancaria: ambizioni, certezze e rischi, in *Economia & Management*, n. 3, 2015.

¹³ Il Fondo ENPAM.

¹⁴ Global top 300 pension funds, A Thinking Ahead Institute and Pensions & Investments joint study, 2021.

GRAF. 4 – ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE DEI FONDI PENSIONE
(% DEL PIL, MEDIA 2015-2020)



Fonte: OCSE, Pension funds in figures, 2022

 Il valore degli **investimenti dei fondi pensione nell'economia italiana**¹⁵ è di **40 miliardi di euro nel 2021**¹⁶. Gli asset gestiti sono per la maggior parte (29,6 miliardi di euro) allocati in obbligazioni governative e altri titoli di debito. Gli **impieghi in titoli di imprese domestiche rimangono marginali (4,7 miliardi di euro)**, di questi, **3 miliardi di euro sono investiti in obbligazioni, 1,7 miliardi in azioni. Gli investimenti immobiliari** valgono circa 3 miliardi di euro.

 Per quanto riguarda le **casse di previdenza**, le attività ammontano complessivamente a oltre 100 miliardi di euro. A fronte di una **sostenuta dinamica di crescita dell'aggregato** nell'ultimo decennio¹⁷, permangono differenze, anche ampie, nelle **quote di attività detenute dalle singole casse**: circa tre quarti è di pertinenza di cinque enti di dimensioni maggiori (i primi tre raggruppano il 55% del totale). Quanto alla **composizione**, la parte più rilevante dell'attività è costituita da **titoli di debito**, pari a 36,4 miliardi di euro (36,2% del totale), mentre gli **investimenti immobiliari**¹⁸ si attestano a 19,6 miliardi di euro. **Gli investimenti nell'economia reale italiana**¹⁹ ammontano a 34,9 miliardi di euro, tra questi, quelli in titoli emessi da imprese italiane sono ancora limitati: valgono infatti 5,2 miliardi di euro (5,1% delle attività totali), di cui circa 800 milioni in titoli di debito e 4,4 miliardi in titoli di capitale.

 Nella prospettiva di **rendere più fluido il collegamento tra l'ingente massa di capitali privati disponibili e il sistema imprenditoriale nazionale**, i segmenti del **VC e del PE** possono assumere un **ruolo sempre più rilevante**. Attraverso uno sviluppo compiuto, il raggiungimento di un dimensionamento adeguato e la diversificazione degli strumenti di intervento, questi mercati, infatti, possono diventare **fattori abilitanti per accompagnare l'intero ciclo di vita delle imprese**, promuovendone la crescita e il consolidamento.

1.2.1 Mercato del Venture Capital

 Il mercato del **Venture Capital** ha sperimentato una rilevante **espansione nel corso degli ultimi anni in Europa**. Nel 2021, nonostante il contesto macroeconomico di particolare incertezza e volatilità, ha registrato una performance significativa, con investimenti che hanno superato i 20 miliardi di euro (+70% su base annua), interessando oltre 10 mila imprese (grafico 5).

¹⁵ In questo documento, per investimenti dei fondi nell'economia italiana si intendono titoli emessi da soggetti italiani e immobili.

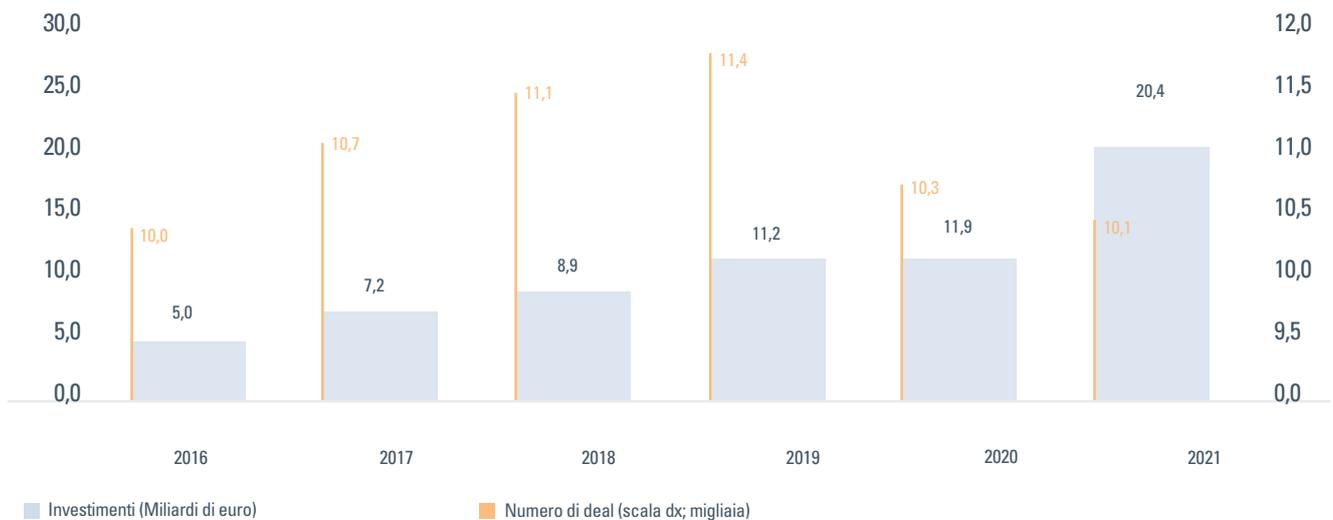
¹⁶ COVIP, Relazione annuale 2021, 2021.

¹⁷ In dieci anni si è avuto un incremento delle attività pari a 45 miliardi di euro.

¹⁸ Tenendo conto di cespiti di proprietà, fondi immobiliari e partecipazioni in società immobiliari controllate dalle casse.

¹⁹ Si tratta di titoli emessi da soggetti residenti in Italia e immobili.

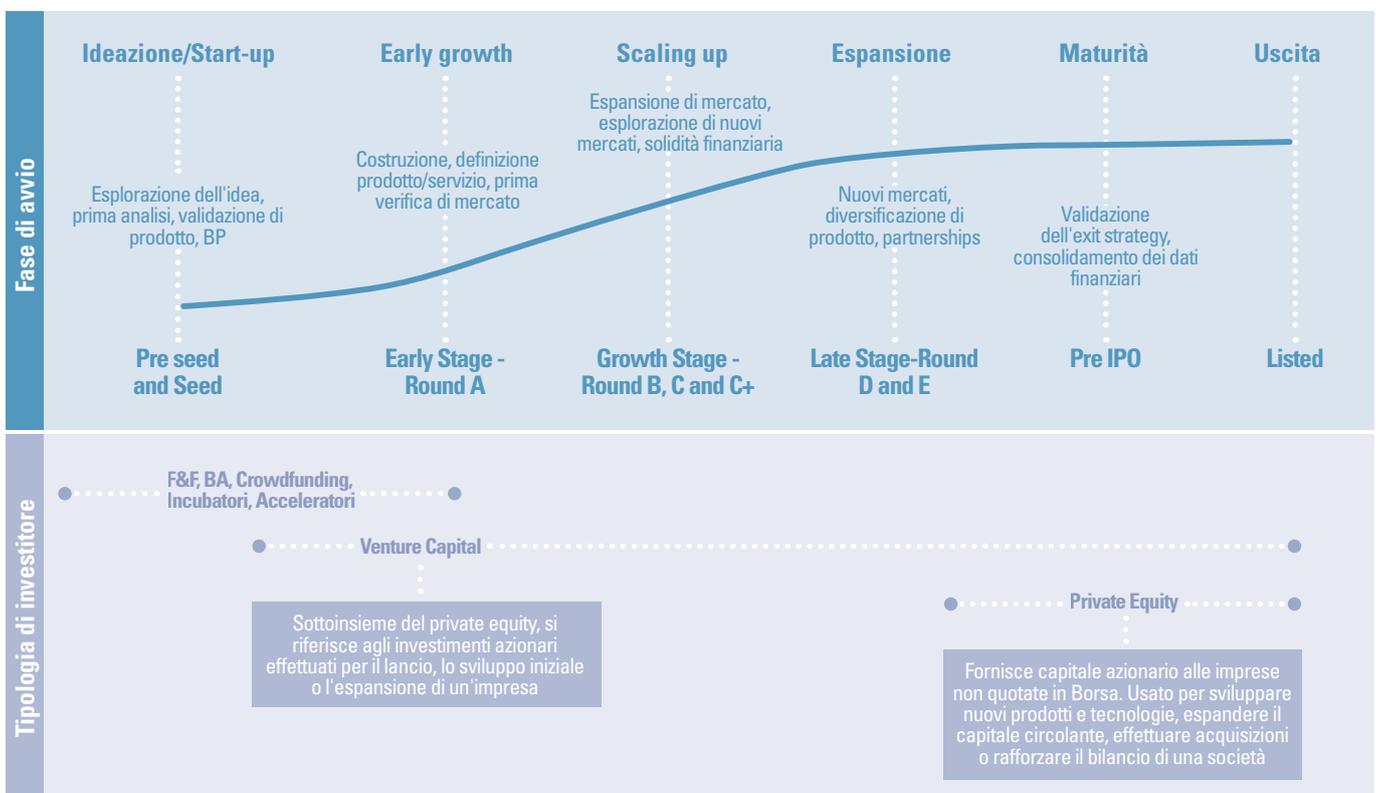
GRAF. 5 – IL MERCATO DEL VENTURE CAPITAL IN EUROPA



Fonte: Invest Europe, 2022

A livello internazionale, il mercato del Venture Capital si contraddistingue per la presenza di **attori fortemente differenziati, che investono in equity** di di startup non quotate, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo, coprendo **diverse combinazioni di rischio-rendimento**, dalle fasi di Pre-Seed, Seed ed Early Stage (che coinvolgono attori quali Business Angels, Acceleratori, CVC e Fondi VC) alle fasi di Growth e Late Stage (che vedono la partecipazione sempre più frequente di Fondi PE affianco a Fondi VC, grafico 6).

GRAF. 6 – LE FASI DEL CICLO DI VITA DELLE IMPRESE E LE RELATIVE FONTI DI FINANZIAMENTO



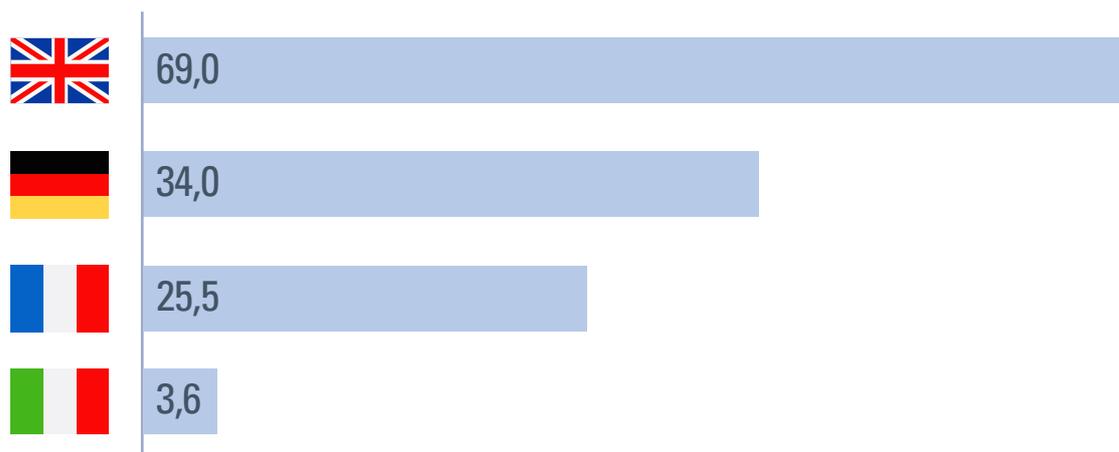
Fonte: elaborazione CDP

In modo complementare agli investimenti di capitali di rischio, le startup vengono supportate nello sviluppo di competenze da una serie di attori quali incubatori, poli di trasferimento tecnologico, università, acceleratori e corporate, che costituiscono le "infrastrutture" dell'ecosistema innovativo e creano sinergie tra vari player.

 Quindi, per essere robusto, efficace e adeguato, un ecosistema innovativo **deve avere una dotazione completa, sinergiche senza discontinuità di tutti questi attori**, con un collegamento altrettanto solido all'area contigua del Private Equity.

 In Italia, il mercato del Venture Capital è ancora sottosviluppato rispetto ai peer europei come Francia e Germania, con un numero di gestori domestici che **non appare ancora adeguato a consentire la creazione di un vero e proprio "sistema"**, con un'offerta capace di fornire un sostegno continuo, articolato e coerente lungo tutte le fasi del ciclo di vita delle imprese. Ad oggi, i gestori attivi nel VC registrati presso la Banca d'Italia sono 35, con 75 fondi VC, contro una media di circa 150 nei principali Paesi europei, e sono caratterizzati da una dimensione dei fondi gestiti più contenuta (grafico 7)²⁰.

GRAF. 7 – INVESTIMENTI NEL VC IN ITALIA E NEI PRINCIPALI PEER (€ MLD, CUMULATO 2018-2021)



Fonte: elaborazione CDP su dati France Invest, BVK, ASCRI (ultimi disponibili al 2020), AIFI e LIUC Business School
 Nota: Sono esclusi gli investimenti in società attive in fasi successive a quelle di avvio e dunque le operazioni non ascrivibili al concetto di VC in senso stretto (expansion/growth, buy-out, replacement e turnaround). Per il mercato italiano, sono state prese in considerazione solamente le operazioni svolte da operatori di VC e in sindacato da operatori di VC e Business Angels; sono state, pertanto, escluse le operazioni svolte unicamente da BA.

 Infatti nel confronto con il mercato europeo più sviluppato, quello francese, l'Italia evidenzia ancora un numero limitato di fondi tra l'altro caratterizzati da dimensioni modeste: **1 fondo VC ogni 203 startup, con un patrimonio gestito medio di 63 milioni di euro, a fronte di 1 ogni 150 in Francia, con una dimensione media di 80 milioni**. Questa circostanza limita la possibilità di rispondere al fabbisogno di capitali delle startup.

 Tuttavia, nonostante gli evidenti ritardi, l'Italia ha sperimentato negli ultimi anni un'**accelerazione del mercato domestico del VC**, in particolar modo nel 2021:

1. gli investimenti sono aumentati del 221% rispetto al 2020 (con un tasso medio annuo di crescita del 54% dal 2018 al 2021) e l'ecosistema vede la presenza di oltre 14 mila startup attive in Italia. Nei primi nove mesi del 2022, le dimensioni del mercato sono ulteriormente cresciute, raggiungendo un valore di 1,7 miliardi di euro (+109% rispetto ai primi nove mesi del 2021)²¹;
2. si sono registrate 317 operazioni (+35% sul 2020) su 302 target (+31%, +47% medio annuo dal 2018).

 Nel raggiungimento di questo risultato, il segmento ha potuto beneficiare della piena operatività di **CDP Venture Capital SGR**, player di rilevanza sistemica nel panorama italiano, nato nel 2020 proprio con l'obiettivo di promuovere la crescita dell'ecosistema del VC italiano e portarlo, per dimensioni dei capitali investiti e per numerosità e qualità degli operatori presenti, al livello dei migliori Paesi europei, nonché delle principali economie comparabili.

 Tra gli strumenti da promuovere per creare un vero ecosistema dell'innovazione vanno citati, **gli acceleratori d'impresa, il trasferimento tecnologico e il Venture Debt**.

 Gli **acceleratori d'impresa** sono programmi orientati ad accelerare lo sviluppo delle startup grazie a consulenze strategiche e operative, attività di networking e spazi fisici in cui lavorare. Normalmente la durata di questi programmi è inferiore ai

²⁰ AIFI e LIUC Business School, Venture Capital Monitor (VeM), Rapporto Italia 2021, 2022.

²¹ Cfr. nota 16.

dodici mesi. Oggi in Italia si contano circa 200 acceleratori d'impresa (contro i 287 in Francia) di cui il 15% pubblici (19% in Francia). Si tratta per lo più di interlocutori scarsamente professionalizzati e con una limitata connessione all'ecosistema, tanto che solo il 20% delle startup italiane passa attraverso un programma di accelerazione.

 Il **Trasferimento Tecnologico (TT)** ha l'obiettivo di **individuare le potenziali innovazioni generate da università e centri di ricerca e trasformarle in prodotti e servizi** che offrano un adeguato ritorno economico per chi vi investe. Il TT consiste nella creazione di un'infrastruttura a rete diffusa sul territorio – analoga a quella esistente in altri Paesi (per es. sistema Fraunhofer in Germania) – costruita federando attori complementari (es. università, imprese) e finalizzata ad accelerare l'applicazione del patrimonio accademico nazionale su settori e ambiti strategici (es. robotica, tecnologia per sostenibilità, etc.), contribuendo, così, a rafforzare l'industria innovativa ad alta tecnologia. In Europa, il Regno Unito è tra i Paesi più sviluppati, mentre a livello globale primeggiano Israele e USA²².

 Il **Venture Debt (VD)** è uno strumento complementare agli investimenti di equity, rivolto soprattutto a **startup innovative con significativo potenziale di crescita** che non dispongono di cash flow o garanzie sufficienti per ottenere il debito tradizionale (bancario) nei primi 18-24 mesi e necessitano di ulteriore funding per temporanee esigenze di liquidità. Il VD offre maggiore flessibilità rispetto all'equity in fase di strutturazione e diventa uno strumento di supporto in particolare nelle fasi di transizione da uno stadio all'altro (es. dall'early stage al growth). Il VD è ancora poco diffuso, principalmente per la limitata adesione da parte degli investitori e la scarsa conoscenza del prodotto stesso da parte delle startup. In Europa rappresenta meno del 5% delle transazioni di VC, con circa 13 miliardi di euro e 941 operazioni realizzate²³, a fronte del 15% degli Stati Uniti²⁴, con 26,5 miliardi e oltre 3 mila operazioni concluse. **In Italia questo mercato è quasi inesistente**: ad oggi la BEI è l'unico operatore presente attraverso l'erogazione di prestiti venture verso start-up innovative che abbiano già chiuso uno o due round di investimenti equity. Dal dicembre 2016 la BEI ha fatto leva sulla garanzia dell'European Fund for Strategic Investments (EFSI) per espandere le proprie operazioni di VD, fornendo alle start-up prestiti tra i 5 e i 50 milioni di euro. Il programma della BEI, inoltre, beneficerà anche della garanzia InvestEU.

1.2.2 Mercato del Private Equity

 Il mercato europeo del **Private Equity** ha registrato un'espansione rilevante nel corso dell'ultimo decennio. Il 2021 ha rappresentato un anno particolarmente dinamico in termini sia di capitali investiti che di numero di deal portati a termine, con una crescita del 50% circa rispetto al 2020. Si stima che il valore degli investimenti effettuati abbia sfiorato i 120 miliardi di euro, pari a quasi 3 volte il valore del comparto nel 2011 (grafico 8).

GRAF. 8 – IL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY IN EUROPA



Fonte: Invest Europe, 2022

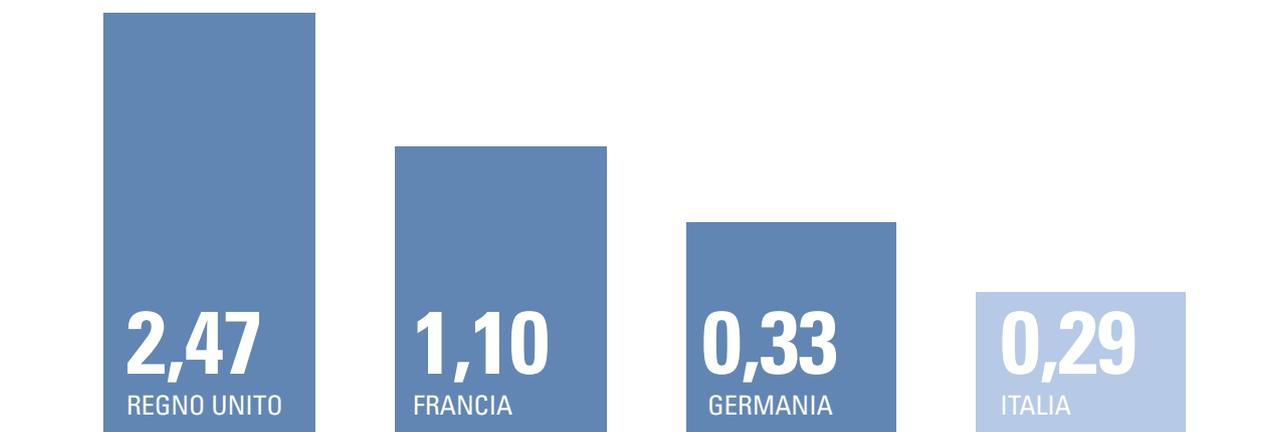
²² Rapporto Netval, 2021. Per ulteriori approfondimenti sul tema del trasferimento tecnologico si vedano le Linee Guida Strategiche Settoriali sull'Innovazione Tecnologica.

²³ In Europa i principali attori sono la BEI, Kreos Capital e Boost&Co.

²⁴ <https://www.eib.org/en/stories/what-is-venture-debt>

 In questo quadro, l'Italia si è rivelata **un mercato sempre più attrattivo per gli investitori del settore**, anche per quelli internazionali: nel 2021 si è registrato il livello massimo di investimenti in PE, con un ammontare complessivo pari a circa 6,4 miliardi di euro. Persiste, tuttavia, ancora un ampio gap rispetto alle principali economie: gli ultimi dati comparabili, riferiti al 2021, infatti, evidenziano come i mercati dell'Europa occidentale abbiano una dimensione nettamente maggiore rispetto a quello italiano (grafico 9).

GRAF. 9 – INVESTIMENTI DI PE NEI PRINCIPALI PAESI UE, 2021 (IN PERCENTUALE DEL PIL)

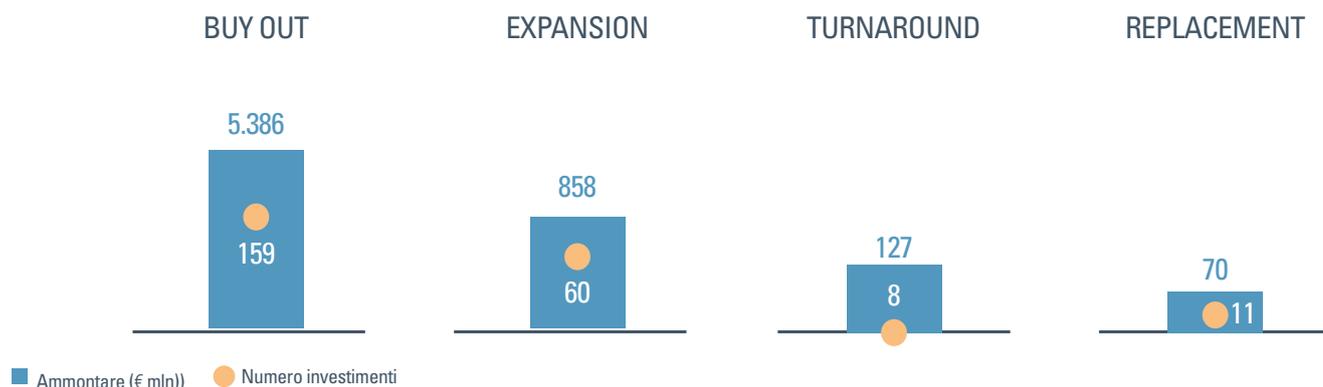


Fonte: elaborazione CDP su dati Invest Europe; AIFI, 2022

 Il mercato del **PE italiano** sconta, infatti, **la limitata varietà e diversificazione degli operatori del settore** – 239 attivi nel 2021 – con un ampio spazio d'intervento ad appannaggio di fondi stranieri, che hanno realizzato **il 54% dell'attività complessiva**, in aumento rispetto all'ultimo triennio²⁵. **Circa l'80% degli investimenti è indirizzato verso imprese che non superano un fatturato di 60 milioni di euro**, ma non mancano interventi anche in aziende di grandi dimensioni, in particolare nella fascia 101-300 milioni di euro. Nel complesso sono state concluse 238 operazioni, poche rispetto a quanto osservato nei principali peer (582 in Francia, 536 in Germania e 753 nel Regno Unito)²⁶.

 Alla scarsa numerosità di operazioni si accompagna l'eccessiva concentrazione delle strategie di investimento, polarizzate su partecipazioni di maggioranza e operazioni di buy-out, più facilmente gestibili nell'ambito delle fasi di exit (grafico 10).

GRAF. 10 – DISTRIBUZIONE DEGLI INVESTIMENTI SUL MERCATO PE ITALIANO PER TIPOLOGIA, 2021



Fonte: elaborazione CDP su dati AIFI, 2022

 In questa prospettiva, è necessario promuovere la crescita di altri segmenti del mercato del PE. Tra i principali:

- il **turnaround**, una nicchia caratterizzata da operatori altamente specializzati e con spiccata propensione all'assunzione di rischio nei processi di ristrutturazione di aziende in crisi. Questo comparto è ancora poco sviluppato in Italia e il numero di operatori specializzati è esiguo. Tra le possibili cause dello scarso sviluppo di questo segmento vi sono l'elevato grado di rigidità delle procedure di ristruttu-

²⁵ LIUC Business School, Rapporto Private Equity Monitor 2021, 2022.

²⁶ PwC, Private Equity Trend Report 2022, 2022.

zione e gestione delle crisi aziendali e il complesso quadro istituzionale relativo al rapporto di lavoro e alle relazioni sindacali. Nel 2021, malgrado il numero cospicuo di aziende italiane in crisi – target ideali per tale tipologia di investimento – il segmento ha mantenuto un ruolo marginale sia in termini di volume che di numero di operazioni, realizzando 8 investimenti contro i 9 del 2020 per un ammontare investito che è sceso a 127 milioni di euro dai 172 dell'anno precedente²⁷. In prospettiva, l'importanza di questo segmento di mercato potrebbe crescere a seguito di un possibile incremento del numero di aziende a rischio fallimento, sia per le difficoltà legate al quadro congiunturale sia come conseguenza della scadenza della moratoria sui fallimenti²⁸.

- **L'impact investing**, ovvero gli investimenti che puntano non solo alla ricerca del profitto, ma anche al raggiungimento di obiettivi sociali, ambientali e culturali misurabili, cui la finanza guarda con crescente attenzione in un'ottica di sostenibilità di lungo periodo dell'asset allocation. I principi per identificare un impact investment sono: 1) **intenzionalità**, intesa come la volontà esplicita dell'imprenditore di rispondere a bisogni di natura sociale, ambientale o culturale; 2) **misurabilità** degli effetti qualitativi e quantitativi dell'investimento in termini di impatto sociale, ambientale e culturale; 3) **addizionalità**, ovvero la capacità dell'iniziativa di intervenire in aree sottocapitalizzate e spesso poco attraenti per i tradizionali operatori di mercato; 4) **rendimento minimo** del capitale investito, eventualmente anche inferiore alla media di mercato. L'impact investing è aumentato dopo la pandemia, grazie ad una maggiore sensibilità verso il cambiamento climatico e le diseguaglianze sociali. Rimane comunque una nicchia di mercato ancora poco sviluppata: nel 2020 sono stati investiti solo il 2% degli AUM globali (pari a 2.300 miliardi di dollari)²⁹. **In Italia resta un segmento ancora molto marginale**, sebbene il mercato "strictly impact" sia cresciuto negli ultimi anni³⁰: **il capitale allocato** in questa tipologia di investimenti **ha raggiunto i 204 milioni di euro nel 2021 da 46 milioni nel 2017** e gli **operatori sono raddoppiati (da 3 a 6)**. Nel 2021 sono state effettuate **37 operazioni di investimento**, da 9 di quattro anni prima, **per un ammontare complessivo di 16,3 milioni di euro** (6,2 nel 2017, +163%). **Resta un margine di crescita importante**: come termine di confronto si può osservare che in **Francia** sono stati realizzati **investimenti ad impatto sociale e ambientale per un ammontare complessivo di oltre 47 milioni di euro**, ovvero tre volte quello italiano³¹.
- **Le infrastrutture**: tale tipologia vale il 17% (circa 7,5 miliardi di euro) del capitale gestito da investitori italiani di asset alternativi e rappresenta uno strumento chiave per contribuire a colmare l'ingente gap infrastrutturale accumulato dal Paese negli ultimi decenni e a cui le risorse pubbliche disponibili non possono far interamente fronte. Rispetto ai peer, tuttavia, **il mercato dei fondi infrastrutturali presenta ancora dimensioni molto contenute** (in Germania il patrimonio gestito in infrastrutture ammonta a 17,4 miliardi di euro, in Francia a 49,6 miliardi, nel Regno Unito a 105,7 miliardi) ed è caratterizzato in maniera preponderante da team di gestori di recente costituzione. Il consolidamento di asset manager e fondi infrastrutturali è cruciale, in particolare, per catalizzare le risorse dei grandi investitori istituzionali, come i fondi pensione, contribuendo alla mitigazione dei rischi e agevolando l'aggregazione di progetti infrastrutturali di minore dimensione al fine di raggiungere scale di investimento appetibili per gli operatori privati.

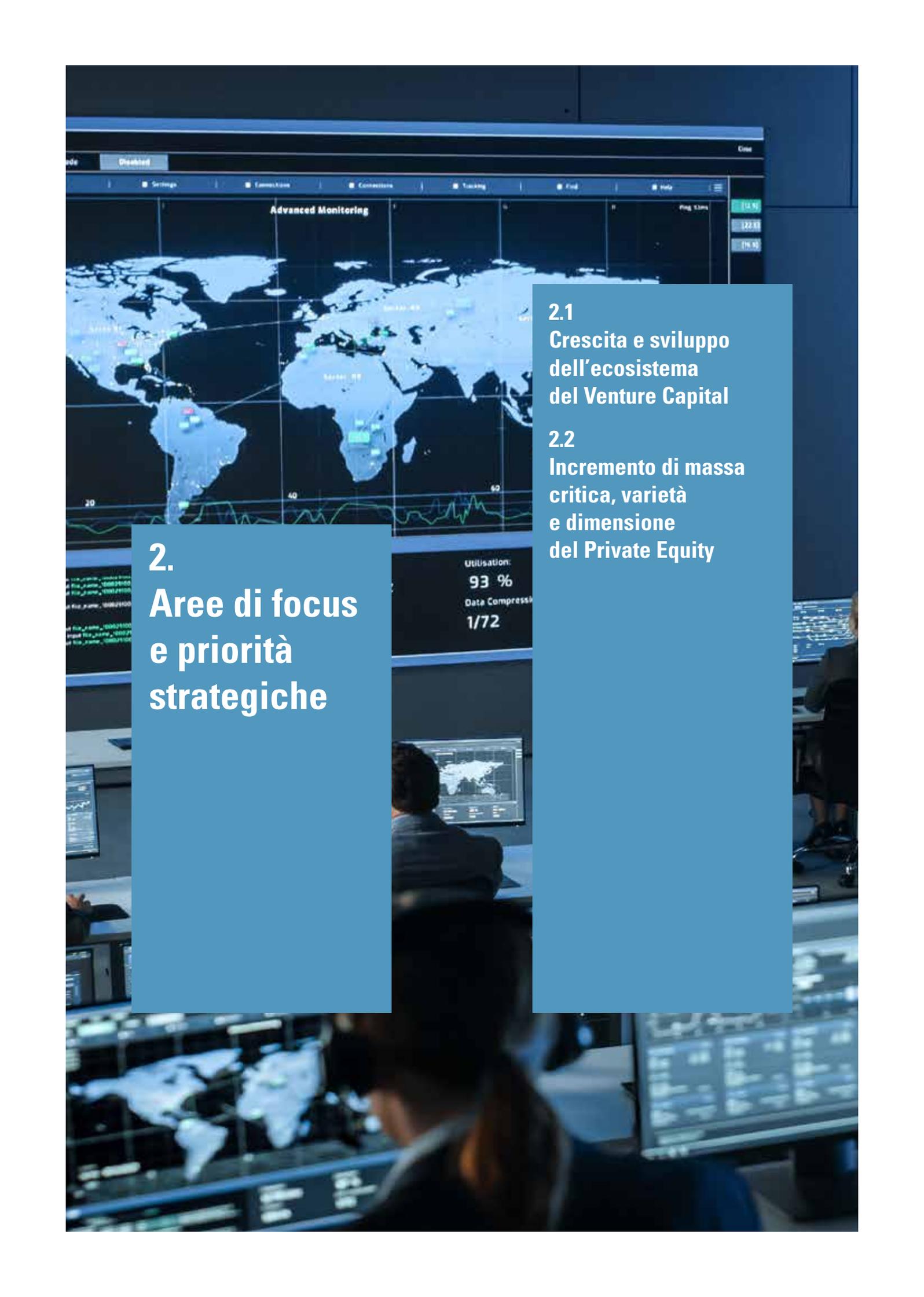
²⁷ AIFI, PwC, 2021 Il mercato italiano del private equity e venture capital, 2022.

²⁸ Banca d'Italia stima che ai fallimenti avvenuti nel 2020-2021 "potrebbero aggiungersi altri 3.700 fallimenti «mancanti» che non si sono realizzati per gli effetti temporanei della moratoria e delle misure di sostegno". Si veda: Note Covid-19, Fallimenti d'impresa in epoca Covid, a cura di S. Giacomelli S. Mocetti, G. Rodano.

²⁹ IFC, World Bank Group, Investing for impact, The global impact investing Market 2020.

³⁰ Fondazione Social Venture Giordano Dell'Amore, Impact Report, 2021.

³¹ Mirova, Accompagner les entreprises créatrices d'emploi en France, 2020.



2. Aree di focus e priorità strategiche

2.1
Crescita e sviluppo
dell'ecosistema
del Venture Capital

2.2
Incremento di massa
critica, varietà
e dimensione
del Private Equity

Utilisation:
93 %
Data Compression
1/72

2. AREE DI FOCUS E PRIORITÀ STRATEGICHE



- **La struttura in fasi** del ciclo di vita aziendale richiede di attrarre il capitale più adatto in ciascuno dei diversi passaggi critici della business life: **seed capital** nella fase iniziale e **growth capital** quando più prossimi alla quotazione. Inoltre, la presenza di investitori adatti ed esperti per ogni fase facilita non solo lo sviluppo dell'azienda, ma anche il passaggio da una fase all'altra, rendendo le imprese sufficientemente robuste per affrontare i mercati pubblici. Aziende finanziariamente più solide, che abbiano attraversato in modo graduale il processo di sviluppo dal capitale familiare al capitale diffuso tramite quotazione favorirebbero l'avvicinamento del risparmio privato.
- Muovendo da queste considerazioni, **è possibile individuare due assi prioritari di intervento per CDP**, che hanno il potenziale di innescare un circolo virtuoso a supporto delle imprese e della competitività del sistema Paese e **rappresentare un indispensabile enabler per realizzare molti degli obiettivi del Piano Strategico 2022-2024 di CDP**. Nello specifico, le aree di focus riguardano:
 - ▶ **la crescita e lo sviluppo dell'ecosistema del Venture Capital**, attraverso l'apporto di capitali sufficienti per recuperare il ritardo rispetto ai principali peer europei;
 - ▶ **l'aumento di massa critica, dimensione e varietà del Private Equity**, anche attraverso l'attrazione di risorse "terze" verso operazioni a maggiore esternalità positiva.

2.1 CRESCITA E SVILUPPO DELL'ECOSISTEMA DEL VENTURE CAPITAL

- Si **individuano tre direttrici strategiche** di intervento per colmare i gap e accelerare il passo dell'ecosistema del VC in Italia:
 - ▶ **attrarre capitali e promuovere il crowding-in di risorse private**, sia nazionali sia estere;
 - ▶ aumentare gli investimenti nel mercato del VC in **settori e tecnologie strategiche per il Paese e lungo tutto il ciclo di vita delle startup**, dalla fase pre-seed/ seed alla fase Late Stage/Pre-IPO, per sostenere la crescita di imprese innovative e di qualità e per rendere più competitive le filiere strategiche (es. Aerospazio, Life Science, etc);
 - ▶ **favorire la crescita del numero, della dimensione degli operatori VC e della varietà dei target:**
 - **sviluppando un'infrastruttura** che favorisca la creazione e la crescita di startup innovative ad alto contenuto tecnologico, investendo indirettamente in modo mirato sul tessuto finanziario e sulle eccellenze in ambiti e tecnologie strategiche;
 - **supportando l'industrializzazione della proprietà intellettuale tramite trasferimento tecnologico**, per spingere le eccellenze della ricerca scientifica a realizzare e brevettare tecnologia da lanciare sul mercato tramite startup. Infatti, l'Italia ha molti punti di forza nella ricerca scientifica, ma fatica a tradurre questo patrimonio in startup in modo strutturale (solo il 13% delle startup italiane arriva dalla ricerca scientifica, contro il 25% a livello mondiale);
 - **sostenendo lo sviluppo di programmi di accelerazione** di qualità a supporto della professionalizzazione e della crescita delle startup già esistenti anche tramite la formazione, il supporto al business development e investimenti nelle fasi iniziali di pre-seed e seed³²;
 - **facendo crescere ambiti trasversali e abilitanti del tessuto produttivo**, come imprenditoria femminile, imprenditoria al Sud, investi-

³² Solo il 20% delle strat up italiane passa attraverso un programma di accelerazione.

menti responsabili (ESG) e il coinvolgimento delle PMI innovative, anche creando connessioni tra gli attori chiave dell'ecosistema in logica di matching. Ciò contribuirebbe a rafforzare il tessuto economico del Paese dato che: i) l'imprenditoria femminile mostra ritardi significativi in Europa e in Italia³³ e questo comporta minori opportunità di investimento e di crescita; ii) le startup del Sud Italia faticano ad attrarre investimenti di VC a discapito dell'espansione dell'ecosistema innovativo sul territorio³⁴; iii) la sostenibilità rappresenta un tema cruciale dello sviluppo economico italiano, ponendo sempre più importanza sulle modalità di investimento responsabile e sulle tematiche ESG; iv) le PMI italiane non partecipano ancora sistematicamente all'ecosistema innovativo, con ricadute negative sulla competitività di lungo termine.

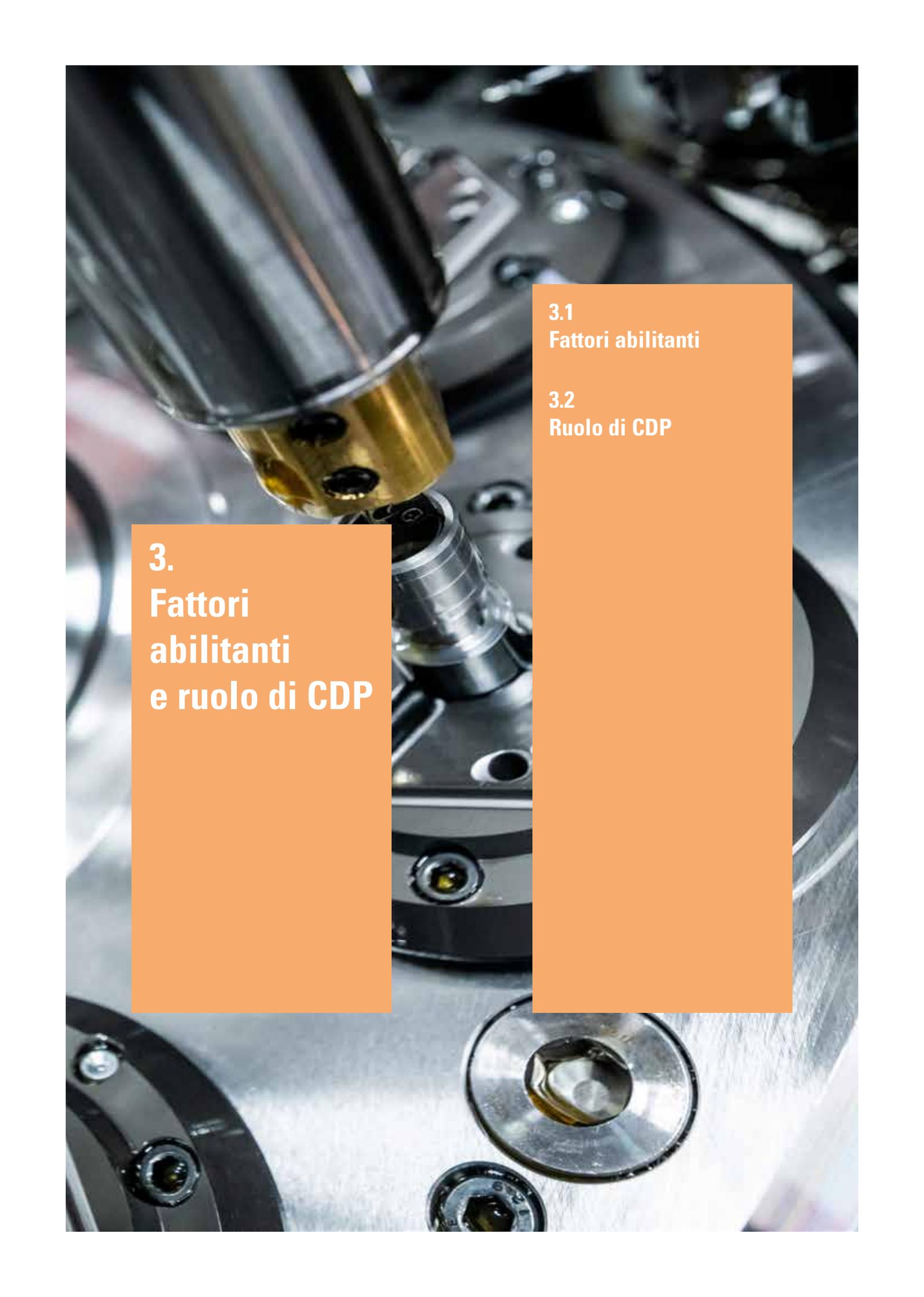
2.2 INCREMENTO DI MASSA CRITICA, VARIETÀ E DIMENSIONE DEL PRIVATE EQUITY

- Nel mercato del Private Equity si individuano quattro ambiti prioritari di intervento, che potrebbero far leva sull'operatività in particolare del **Fondo Italiano d'Investimento (FII)**, SGR partecipata al 55% da Cassa Depositi e Prestiti e di CDP Real Asset per ciò che riguarda le infrastrutture. In particolare, le direttrici individuate sono:
 - ▶ **aumentare la dimensione degli operatori del PE, con attrazione di capitali esteri e crowding-in di risorse private.** Attraverso l'attività di **Fondo di Fondi**, FII potrebbe, ad esempio, individuare fondi già operanti in Italia o stranieri che vogliono aprire una base stabile in Italia, con la potenzialità di **raccogliere almeno 1 miliardo di euro** e diventando così fondi paneuropei capaci di sostenere le aziende nei round successivi di crescita e che potenzialmente possano poi approdare al mercato pubblico dei capitali. Peraltro, una azione proattiva dei Fondi di Fondi può essere anche declinata per promuovere **iniziative di aggregazione di Società di Gestione del Risparmio (SGR) esistenti**;
 - ▶ **guidare il mercato verso operazioni a maggiori esternalità positive.** L'operatività diretta sul mercato privato dei capitali si dovrebbe concentrare su operazioni di **aggregazione in settori strategici per il Paese**, dove l'intervento dell'equity di CDP non è solo orientato alla massimizzazione del ritorno sul capitale, ma anche alla creazione di **imprese capaci di diventare leader nel proprio settore**. L'operatività indiretta dovrebbe essere rivolta anche verso i **fondi di growth capital**, che operino con una leva limitata e che si pongano chiari obiettivi di impatto non finanziario. A questo proposito, i Fondi investiti utilizzando risorse di CDP dovrebbero costruire, quando possibile, un sistema di carried interest basato – per una componente – sul raggiungimento di obiettivi di impatto, ESG ma non solo;
 - ▶ **creare nuovi team di gestori specializzati sulle filiere produttive individuate come strategiche da CDP.** Il mercato richiede competenze industriali verticali per poter investire in aziende che operano in ambiti produttivi a forte discontinuità, sia tecnologica sia di mercati. Investire in "first time team first time fund" è molto complesso per il mercato che necessita di track record importanti e quindi non facilita la nascita di nuove iniziative;
 - ▶ **sostenere l'apertura di nuovi mercati**, con riferimento **al turnaround, all'Impact investing e alle infrastrutture**. In particolare:
 - per i **fondi di turnaround** è possibile favorire la nascita di nuovi operatori specializzati;
 - per l'**impact investing**, la finalità è promuovere iniziative che accanto al ritorno finanziario puntino a promuovere il raggiungimento di impatti concreti e per la comunità di riferimento in senso ampio³⁵;
 - per le **infrastrutture** si possono sviluppare fondi che – attraverso il sostegno di CDP – possano non solo raccogliere altri capitali, ma indirizzare la propria strategia ad una quota più rilevante di operazioni greenfield nonché a promuovere infrastrutture più digitali e sostenibili.

³³ In Europa solo il 1,1% dei capitali VC è stato investiti in startup fondate da sole donne, solo il 6% fondate da team misti nel 2021, solo il 18% di donne in posizioni di leadership in fondi VC europei. In Italia solo il 13% delle startup sono state fondate da team di sole donne, e nelle aziende italiane solo il 3% dei CEO sono donne.

³⁴ Circa il 25% delle startup italiane hanno sede al Sud ma solo il 2% del totale investito per 34 deals nel 2021 ha riguardato startup del Mezzogiorno.

³⁵ Per la definizione di Impact Investing e delle differenti modalità operative, si veda Vecchi V., Balbo L., Brusoni M. and Caselli S., Principles and Practice of Impact Investing, Greenleaf, 2016.

A close-up photograph of a precision metal part being machined by a lathe. The image shows the intricate details of the metal surface, including various diameters, threads, and a central hole. The lighting is dramatic, highlighting the metallic textures and the precision of the manufacturing process.

3. Fattori abilitanti e ruolo di CDP

**3.1
Fattori abilitanti**

**3.2
Ruolo di CDP**

3. FATTORI ABILITANTI E RUOLO DI CDP

3.1 FATTORI ABILITANTI

- Il superamento dei gap di mercato e delle criticità che frenano lo sviluppo del capitale di rischio nelle sue diverse forme lungo l'intero ciclo di vita delle imprese, richiede l'azione di concerto di **più piani di intervento**. In particolare, appare necessario intervenire su alcuni fronti: **a) un'evoluzione della fiscalità**, per sostenere in modo strutturale l'intero ecosistema dei capitali per lo sviluppo; **b) l'aggiornamento delle norme che regolano l'accesso e la permanenza delle imprese nel mercato**; **c) l'introduzione di iniziative volte a stimolare e favorire una maggior partecipazione degli investitori istituzionali italiani** al mercato dei capitali privati, **con particolare attenzione sia al VC che al PE**; **d) il supporto degli investitori e dei capitali esteri**, per favorire **l'internazionalizzazione del mercato e dell'ecosistema**.
- In particolare, la **fiscalità** può giocare un **ruolo decisivo per la crescita e per il collegamento con il mercato dei capitali**. In una fase delicata per il Paese, l'impiego delle risorse pubbliche diventa decisivo soprattutto se viene guidato dalla creazione di stimoli permanenti che orientino le scelte di impresa a comportamenti virtuosi. Se l'obiettivo è quello di stimolare la crescita e rendere le aziende più robuste, la fiscalità dell'impresa deve sempre di più incentivare questo indirizzo strategico, in particolare spingendo le imprese a raccogliere capitale di rischio per attenuare la dipendenza dal sistema bancario e per creare i presupposti per la crescita, nonché favorendo l'attrazione di investitori in maniera strutturale, rendendo il capitale di rischio competitivo rispetto ad altre opzioni di investimento.
- In parallelo ai **temi di natura fiscale**, diviene essenziale **agire sull'assetto delle norme e dei regolamenti** per migliorare il **processo di quotazione e rendere più efficiente l'accesso e la permanenza nei mercati**, anche nell'ottica di una progressiva digitalizzazione dei processi, per esempio, di emissione e gestione dei titoli. Il recente "Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita" del Ministero dell'Economia e delle Finanze mette in luce con chiarezza gli snodi critici di questo processo, recependo in larga parte le raccomandazioni espresse sia dall'OCSE in "Italy Capital Market Review" del 2020³⁶ che dall'High-Level Forum on the Capital Markets Union³⁷, dal TEG- Technical Expert Stakeholder Group on SMEs³⁸ e dalla recente consultazione europea in merito al c.d. "Listing Act"³⁹.
- Con riferimento al **processo di quotazione e alla permanenza**, il nucleo centrale delle suddette raccomandazioni ruota intorno alla disciplina del **prospetto informativo**, sia nei contenuti che nel processo di approvazione, nella consapevolezza che l'eccessiva corposità dei prospetti informativi può determinare significative ricadute in termini di chiarezza delle informazioni.
- In questo contesto, nell'ottica di **semplificare i processi di accesso al mercato delle quotazioni**, la Consob, nell'agosto 2022, ha comunicato **due principali modifiche al Regolamento Emittenti**: le **procedure semplificate** per l'approvazione dei prospetti informativi da parte della Commissione e la **possibilità di redigere la documentazione in inglese**. Nello specifico tra le innovazioni più rilevanti vi è **l'allineamento delle tempistiche degli adempimenti amministrativi alle disposizioni del Regolamento europeo**.
- Con riferimento alle **condizioni per la partecipazione ai mercati da parte degli investitori individuali e istituzionali**, sono necessarie misure o iniziative pubblico-private che possano, da un lato, **facilitare il collegamento tra investitori individuali e opportunità di investimento** e, dall'altro, **incentivare la presenza sul mercato degli investitori istituzionali tradizionali** (come fondi pensione e assicurazioni) e di **investitori alternativi** (come fondi di private equity e venture capital).
- Infine, poiché la concorrenza tra Paesi oggi passa anche attraverso le regole che governano la borsa e i capitali finanziari, per attrarre **investitori e capitali esteri e accrescere la fiducia verso il mercato italiano** è indispensabile adeguare le norme in linea con le best practice internazionali e favorire la semplificazione dei processi.

³⁶ OECD, OECD Capital Market Review of Italy, 2020.

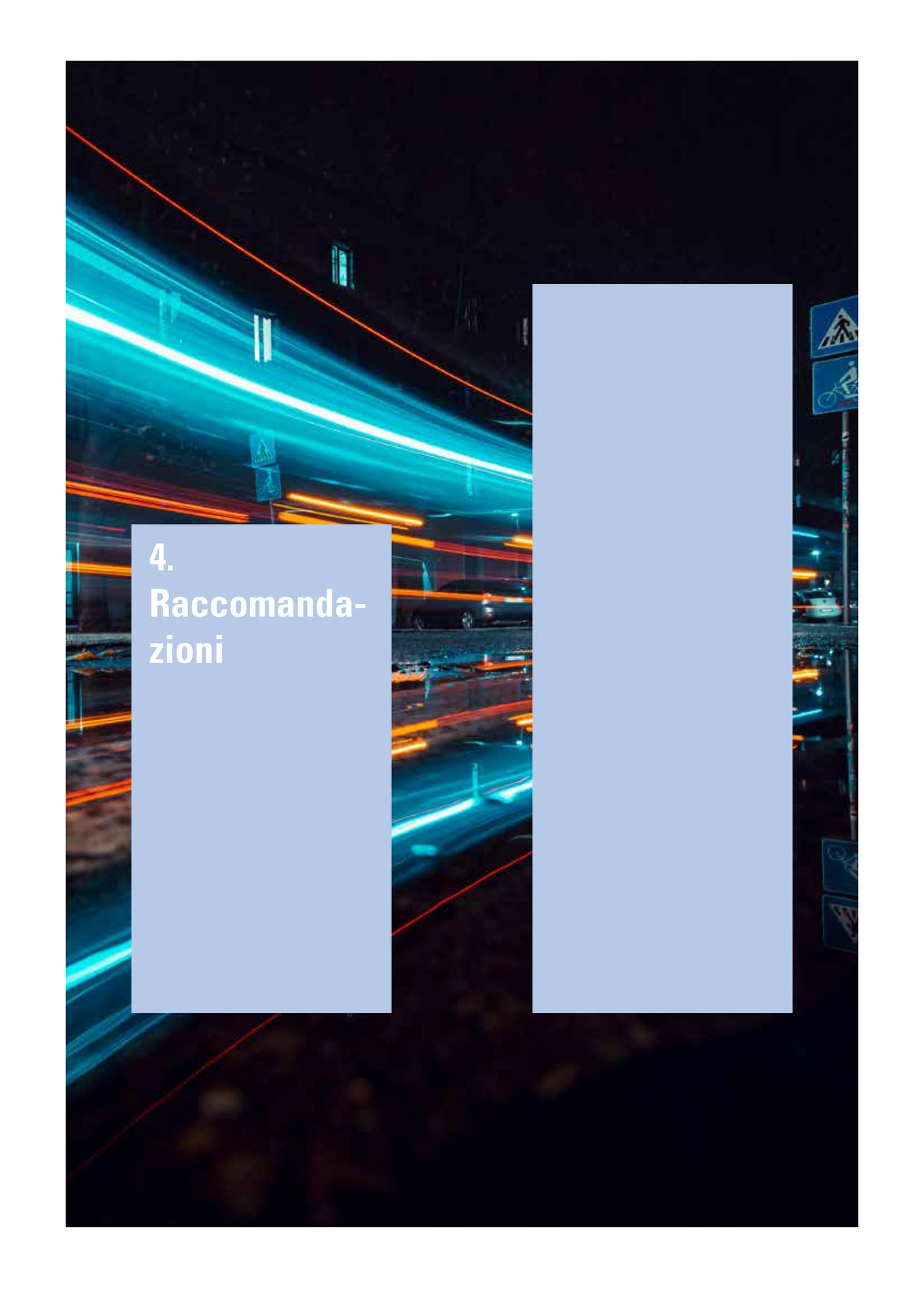
³⁷ European Commission, Final report of the High Level Forum on the Capital Markets Union – A new vision for Europe's capital markets, 2020.

³⁸ Technical Expert Stakeholder Group on SMEs, Empowering EU Capital Markets, 2021.

³⁹ European Commission, Targeted consultation on the listing act, 2022.

3.2 RUOLO DI CDP

- In tale contesto, **CDP può contribuire a colmare i gap** evidenziati tenendo conto delle criticità che caratterizzano il mercato dei capitali, con riferimento in particolare al **rafforzamento, alla coesione e alla continuità del supporto finanziario alle aziende**, quali:
 - ▶ **limitata attrazione di capitali esteri e insufficiente crowding-in di risorse private**, con una ancora più contenuta attrazione dei capitali istituzionali e conseguente difficoltà nella fase di exit;
 - ▶ **ridotte dimensioni degli operatori**, spesso ancora in uno stato embrionale;
 - ▶ **numero contenuto di operatori specializzati in determinate fasi del ciclo finanziario delle aziende**. Quattro sono le fasi chiave di discontinuità della vita aziendale in cui il supporto è carente in Italia: a) **nella fase iniziale del seed capital**, la più rischiosa in cui matura la business idea e il potenziale di una nuova attività di impresa; b) **nella fase di transizione** tra investimenti early stage e investimenti late stage; c) **nella fase post-late stage** in cui gli investimenti richiesti sono molto ingenti e sono funzionali ad un salto dimensionale e ad una maggiore dinamicità dell'impresa; d) e nell'ultima fase precedente alla quotazione, **la fase del pre-listing**, in cui un ultimo investimento è necessario per raggiungere la possibilità di raccogliere investimento pubblico. A questi si aggiungono anche gli investitori nel public market, rilevanti per ridurre i rischi di mancata permanenza nel mercato e quindi di delisting;
 - ▶ **necessità di aprire a nuovi mercati**, incentivando in particolar modo l'area dell'impact investing e promuovendo fondi specializzati su filiere strategiche o su fasi di sviluppo ancora poco presidiate.
- In particolare, **CDP può intervenire** - anche in funzione del grado di autonomia di cui potrà avvalersi nei diversi mercati/settori di riferimento e delle specifiche caratteristiche delle differenti controparti - al fine di:
 - ▶ **far crescere e sviluppare l'ecosistema del VC** intervenendo in settori, territori e tecnologie in cui gli operatori di mercato non riescono a mobilitare risorse adeguate o presentano un ruolo marginale anche per l'assenza di favorevoli condizioni di exit;
 - ▶ **accrescere la massa critica, la varietà e la dimensione del PE**, offrendo continuità di intervento alle aziende con un chiaro potenziale di crescita e collegando in modo deciso la pipeline sviluppata dal mercato del VC a quella dei capitali per la crescita;
 - ▶ **favorire l'attrazione di capitali esteri e il crowding-in di risorse private** anche sfruttando e sviluppando ulteriormente piattaforme di business matching e iniziative di fundraising internazionale.
- Inoltre, **per facilitare l'accesso al mercato dei capitali da parte di PMI e Midcap**, CDP può intervenire con il ruolo di **anchor investor** attraverso lo sviluppo di **asset class innovative** quali operazioni di cartolarizzazione di minibond (cosiddetti **Basket Bond**), o fondi di credito "diversificati" (**Diversified Loan Funds, DLF**) –in partnership con il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) – caratterizzati da un elevato livello di granularità del portafoglio. Infine, **può sottoscrivere minibond di dimensioni medio grandi**, finalizzati al sostegno dei piani di crescita sia interna che esterna e dei piani di investimento in ricerca, sviluppo, innovazione e green economy da parte di aziende del segmento mid-corporate.
- Per garantire un adeguato supporto allo **sviluppo del mercato pubblico dei capitali** CDP può intervenire tramite **la partecipazione detenuta in Euronext** contribuendo, attraverso una governance attiva, a indirizzare la società verso modalità operative che permettano alla Borsa Italiana di essere uno strumento sempre più adeguato alla raccolta di capitali, sia dal lato della domanda delle imprese sia dal lato dell'offerta dei capitali, siano essi di provenienza dei risparmiatori oppure di investitori istituzionali.
- Per valutare nello specifico la rilevanza, la priorità e la coerenza strategica degli interventi nelle aree di focus identificate, CDP si ispira a criteri di **addizionalità e complementarità**, identificando gli strumenti operativi più appropriati sulla base delle caratteristiche delle controparti (tipologia, localizzazione geografica, ecc.) e delle caratteristiche del mercato (es. grado di maturità, redditività).



4. Raccomanda- zioni

4. RACCOMANDAZIONI

Per ognuna delle aree di focus, si riassumono di seguito **le specifiche direttrici strategiche** per indirizzare in via prioritaria, seppur non esaustiva, gli interventi di CDP nell'ambito del **Mercato dei Capitali**.

AREE DI FOCUS		CRESCITA E SVILUPPO DELL'ECOSISTEMA DEL VENTURE CAPITAL
	A.1	Attrarre capitali e promuovere il crowding-in di risorse private, sia nazionali che estere
	A.2	Aumentare gli investimenti nel mercato del Venture Capital
	A.3	Accrescere la dimensione e la rilevanza degli operatori nel mercato del venture capital, favorire l'aumento del numero degli operatori , in particolare nei segmenti di mercato meno sviluppati, aumentare la varietà dei target (PMI innovative, investimenti al Sud, imprenditoria femminile, ESG)
PRIORITY STRATEGICHE		
AREE DI FOCUS		INCREMENTO DI MASSA CRITICA, VARIETÀ E DIMENSIONE DEL PRIVATE EQUITY
	B.1	Supportare l'attrazione di capitali dall'estero e promuovere il crowding-in di risorse private, anche attraverso un'azione di fund-of-funds, focalizzata sulla fase transitoria tra venture capital e private equity
PRIORITY STRATEGICHE	B.2	Supportare il mercato verso operazioni in grado di generare maggiori esternalità positive
	B.3	Sostenere nuovi team di eccellenza , individuando realtà di successo di medie dimensioni e accompagnandole nella crescita
	B.4	Sostenere lo sviluppo di nuovi mercati , quali, in particolare, quello dei fondi di impact investing , di turnaround , di infrastrutture , con un'azione di fund-of-funds

Per un ulteriore livello di dettaglio sull'ordine di priorità e coerenza strategica degli interventi nelle aree di focus identificate, CDP si ispira a **criteri di addizionalità e complementarità** come riportato nelle Tabelle 2-3 della Sezione 3.2.

cdp 