

Sul Pex serve un chiarimento per non svuotare i mercati delle pmi

DI SIMONE STROCCHI

Il nuovo assetto del regime Pex (participation exemption, cioè l'imposta agevolata sui dividendi) applicabile a partire dal 1 gennaio 2026 alle partecipazioni sopra soglia (oltre il 5% o il controvalore di 500.000 euro) acquistate a partire dalla stessa data e detenute per almeno dodici mesi nelle immobilizzazioni finanziarie pone una serie di questioni interpretative che non possono restare irrisolte.

Non si tratta di dettagli tecnici riservati agli addetti ai lavori, ma di temi che incidono direttamente sul funzionamento dei mercati borsistici, sulla liquidità delle small e mid cap e, in ultima istanza, sulla capacità del sistema italiano di trattenere e valorizzare il proprio capitale industriale.

Il punto di partenza è noto: la nuova norma introduce un criterio di stratificazione fiscale "Fifo" ("first in, first out") per il calcolo dell'holding period, con riferimento agli acquisti effettuati dal 1 gennaio 2026. Già questo elemento, di per sé, non favorisce operazioni di accumulo progressivo, poiché le prime vendite vengono sempre imputate alle azioni acquistate più di recente.

Il vero problema, tuttavia, emerge a valle, nel momento del realizzo. La questione centrale: come si vende una partecipazione sopra soglia «Pex eligible»?

Supponiamo una partecipazione sopra soglia, rappresentata da azioni dello stesso emittente, interamente iscritta tra le immobilizzazioni finanziarie, per la quale tutte le azioni abbiano maturato un holding period congruo (oltre 12 mesi). In questo scenario, la domanda è semplice ma decisiva: come potrà essere effettuata la dismissione per beneficiare dell'esclusione del 95% da Ires della plusvalenza prevista dal regime Pex?

È possibile procedere con cessioni progressive, anche di entità minima, mantenendo nelle immobilizzazioni una partecipazione comunque sopra soglia, senza essere costretti a vendere «blocchi» unitari di valore superiore alla soglia?

E, soprattutto: qualora una sequenza di dismissioni progressive conduca, nel tempo, alla rottura della soglia, è ancora possibile proseguire il realizzo dell'intera partecipazione beneficiando del regime Pex, purché l'operazione rientri in un'unica strategia economica di disinvestimento, coerente e non elusiva, eventualmente finalizzata in un unico esercizio fiscale?

Oppure – ipotesi che sarebbe francamente scongiurabile – si sarà costretti a vendere in un'unica operazione contestuale un intero blocco di consistenza complessiva sopra soglia, pena la perdita del beneficio? Una lettura restrittiva sarebbe un errore sistemico. Queste domande quindi non sono astratte. Dalle risposte dipenderanno strategie di investimento e di allocazione

del capitale già a partire dal 1 gennaio 2026.

Il contesto è noto a tutti gli operatori: i fondi Ucits sono ormai largamente assenti dai mercati small e mid cap, per vincoli di liquidabilità imposti dalla compliance; la legge di bilancio ha già ristretto l'accesso al regime Pex su dividendi e capital gain; il rischio concreto è un'ulteriore rarefazione degli investimenti stabili e pazienti sulle Pmi quotate.

In questo quadro, un'interpretazione restrittiva delle modalità di acquisto e dismissione delle partecipazioni sopra soglia, che escludesse la possibilità di operare in modo progressivo e granulare sui mercati borsistici, avrebbe effetti profondamente distorsivi.

Se per godere del regime Pex si imponesse, di fatto, di operare solo attraverso compravendite «a blocchi» unitariamente sopra soglia, allora – soprattutto per le Pmi quotate – tali operazioni avverrebbero inevitabilmente fuori mercato (Otc, over the counter). Il risultato sarebbe evidente: i mercati borsistici perderebbero ogni credibilità come piattaforme trasparenti ed efficienti di incontro tra capitale e impresa.

Qui il punto supera la tecnica tributaria. Diventa un tema di politica industriale, non solo fiscale. È in gioco la coerenza complessiva della strategia che, negli ultimi anni, sembrava emergere dal confronto tra comunità finanziaria, imprenditoriale e istituzioni: convincere imprese italiane di eccellenza ad aprirsi ai mercati, a crescere anche per aggregazioni, a rafforzare il legame tra capitale domestico e sviluppo industriale.

Una lettura della norma che scoraggiasse la presenza di holding industriali e finanziarie nei mercati di borsa italiana indebolirebbe ulteriormente la liquidità, favorirebbe delisting e operazioni opportunistiche, accelererebbe l'estrazione di valore dall'ecosistema italiano da parte di operatori esteri, takeover dopo takeover, Lbo dopo Lbo. Con effetti evidenti sulla sovranità industriale, sui distretti produttivi, sulle filiere e, in ultima analisi, sulle prospettive occupazionali.

Il regime Pex è nato per accompagnare l'investimento stabile e industriale, non per ostacolare la normale fisiologia dei mercati. Un chiarimento interpretativo è dunque urgente e deve andare nella direzione di riconoscere la possibilità di dismissioni progressive e di mercato, valorizzare l'unitarietà economica delle strategie di investimento e realizzo, evitare letture formalistiche che finirebbero per produrre danni sistemici.

Non chiarire – o chiarire male – significherebbe prendere una decisione rilevante di politica industriale per via interpretativa: un errore che il mercato dei capitali italiano, oggi più che mai fragile, non può permettersi. (riproduzione riservata)

