



**CAMERA DEI DEPUTATI  
VI COMMISSIONE (FINANZE)**

**Audizione nell'ambito dell'indagine  
conoscitiva sugli strumenti fiscali e  
finanziari a sostegno della crescita, anche  
alla luce delle più recenti esperienze  
internazionali**

**Giuseppe Vegas, Presidente Consob**

Roma, 22 ottobre 2013

# INDICE

- 1. La difficile congiuntura dell'economia italiana e i segnali di ripresa**
- 2. Strumenti per facilitare l'accesso diretto delle imprese al mercato**
  - 2.1 Lo sviluppo dei mercati azionari: il Gruppo di Lavoro "PiùBorsa"
    - 2.1.1 Proposte di semplificazione normativo-regolamentare volte ad incentivare l'apertura al mercato dei capitali da parte delle società italiane*
    - 2.1.2. Interventi per la promozione di un Fondo di Fondi specializzati in small caps*
    - 2.1.3 Interventi di incentivazione fiscale a supporto dello sviluppo del mercato di Borsa*
  - 2.2 *L'equity crowdfunding*
  - 2.3 Credit Funds e Mini Bonds
- 3. Strumenti a favore dell'espansione della capacità di credito a parità di dotazione patrimoniale degli istituti di credito**
  - 3.1. Cartolarizzazione prestiti PMI
  - 3.1. Confidi e Fondo di Garanzia
- 4. Conclusioni**

## **1. La difficile congiuntura dell'economia italiana e i segnali di ripresa**

L'economia italiana sta affrontando un periodo di profonda difficoltà, sebbene negli ultimi mesi siano emersi i primi deboli segnali di ripresa.

Garantire il rapido ritorno alla crescita economica costituisce un obiettivo primario che ha come necessaria preconditione l'efficienza e il buon funzionamento del sistema finanziario nell'adempire alla sua funzione tipica: indirizzare il risparmio verso le attività maggiormente produttive.

L'Italia possiede uno dei più elevati livelli di risparmio tra i paesi industrializzati, ma queste risorse sono spesso investite in depositi bancari o in titoli di stato e non vengono sufficientemente re-veicolate alle imprese.

*Nel periodo dal 1999 al 2011 il rapporto tra ricchezza netta e reddito disponibile delle famiglie italiane è risultato costantemente superiore a quello delle famiglie tedesche e, a partire dal 2008, sostanzialmente allineato a quello delle famiglie francesi. In Italia, inoltre, la ricchezza netta ha registrato una crescita pressoché ininterrotta fino al 2010, quando ha mostrato una lieve flessione portandosi, a fine 2011, attorno a 8 volte il reddito disponibile; il dato è simile a quello rilevato per la Francia e superiore a quello della Germania (pari a 6,3).*

Il nostro paese si caratterizza storicamente per il ruolo centrale delle banche quale canale di reperimento e distribuzione delle risorse all'interno del sistema economico. Il mercato finanziario domestico assume invece un ruolo ancora marginale.

Il sottodimensionamento del mercato finanziario italiano è determinato da fattori strutturali. Il sistema produttivo è frammentato in un numero elevatissimo di piccole e medie imprese, che non sono in grado di affrontare i costi fissi legati alla quotazione e, al contempo, sono restie a sottoporsi al più intenso scrutinio del mercato richiesto dall'ingresso in borsa. Infatti le PMI, che costituiscono la parte preponderante del tessuto produttivo del nostro Paese (quasi l'80 per cento), continuano a rappresentare solo una percentuale ridotta (meno del 20 per cento) delle società quotate, risultando fortemente sottorappresentate in Borsa rispetto al loro ruolo nell'economia.

I dati riferiti al 2012 mostrano inoltre come la crisi finanziaria continui a rallentare lo sviluppo del mercato azionario domestico.

*Nel corso del 2012 il numero di società domestiche quotate sul Mercato telematico azionario (Mta) è sceso da 261 a 253 (10 cancellazioni e due nuove quotazioni). Il numero di società quotate sui sistemi multilaterali di negoziazione (multilateral trading facilities - Mtf) Aim e Mac è invece cresciuto da 24 a 27. La capitalizzazione delle società domestiche quotate in Borsa è invece cresciuta del 10 per cento, portandosi a 365 miliardi di euro (332 nel 2011); anche il peso in percentuale del Pil è aumentato, passando dal 20,6 al 22,5 per cento, attestandosi tuttavia a livelli molto distanti rispetto a quelli registrati in altri Paesi comunitari (oltre il 110 per cento in UK e circa il 56 per cento in Francia).*

*Nel 2012 la raccolta di capitale di rischio ha continuato a contrarsi ed a risultare inferiore alle risorse restituite agli azionisti tramite la distribuzione di dividendi, offerte pubbliche di acquisto e buy back.*

*In particolare, sono stati emessi nuovi titoli per 10 miliardi di euro (in diminuzione rispetto al 2011 di 2,4 miliardi), mentre sono stati distribuiti dividendi per 16 miliardi circa (17,6 nel 2011). Complessivamente, a partire dal 2007, sono stati raccolti presso gli azionisti circa 60 miliardi di euro tramite aumenti di capitale e offerte di sottoscrizione; nello stesso periodo ammontano a circa 134 miliardi di euro i dividendi distribuiti, mentre gli esborsi per le offerte pubbliche di acquisto e per i riacquisti di azioni proprie sono stati pari, rispettivamente, a 16 e a 9 miliardi. In particolare, in base alle comunicazioni trasmesse alla Consob ai sensi del Regolamento Emittenti sull'operatività in titoli propri, gli acquisti sul mercato e fuori mercato sono stati complessivamente pari a 1,3 miliardi di euro, in crescita di quasi un miliardo rispetto al 2011, mentre le vendite sono rimaste stabili a circa 0,2 miliardi.*

Lo scarso sviluppo del mercato finanziario deriva anche dal ruolo ancora estremamente limitato degli investitori istituzionali (fondi comuni di investimento, fondi pensione). Mancano investitori specializzati in investimenti nel capitale di rischio, che dovrebbero sostenere le società nelle delicate fasi di crescita e quotazione. Non si è ancora pienamente sviluppato il settore dei fondi pensione. La crescita della previdenza complementare potrebbe favorire l'afflusso di ingenti capitali sul mercato, riducendo al contempo i costi sociali legati all'incapacità del sistema di garantire in futuro adeguati livelli di reddito.

Ulteriori freni potrebbero derivare da un sistema fiscale gravante sul mercato finanziario, che può essere ritenuto penalizzante. Per quanto riguarda la cd. Tobin Tax, di recente introdotta in Italia, non risultano al momento disponibili solide verifiche empiriche circa l'impatto della medesima sui volumi di negoziazione.

*In particolare la cd. Tobin Tax, introdotta dalla legge n.228/2012 (Legge di stabilità 2013), si sostanzia in un'imposta che si applica sia ai trasferimenti di proprietà di azioni e altri strumenti finanziari partecipativi emessi da società residenti sul territorio dello Stato, nonché ai titoli rappresentativi dei detti strumenti, sia alle operazioni su strumenti finanziari derivati aventi come sottostante titoli azionari. L'introduzione in Italia di un'imposta sulle transazioni finanziarie, è avvenuta in via anticipata rispetto all'entrata in vigore, prevista nel gennaio 2014, di una proposta di direttiva comunitaria concernente un sistema comune di imposta sulle transazioni finanziarie.*

*Tale proposta di direttiva è stata presentata dalla Commissione Europea nel settembre 2011 e quindi riproposta, con alcune modifiche, nel febbraio 2013 sulla base di una procedura di cooperazione rafforzata cui hanno aderito soltanto undici Stati membri, tra cui l'Italia, stante la difficoltà politica di individuare un consenso unanime da parte dei 27 paesi UE intorno all'iniziativa.*

*Attualmente la stessa è oggetto di discussione e di ulteriori valutazioni in termini di potenziale impatto da parte degli Stati aderenti all'iniziativa.*

*Come evidenziato in via quasi generalizzata dalla letteratura economica, la circostanza che l'Italia abbia deciso di introdurre la Tobin Tax, (in vigore dal 1° marzo u.s. con riferimento alle azioni; dal 1° settembre u.s. per le operazioni su strumenti derivati) in assenza di un'azione coordinata tra Stati, presenta numerosi profili di criticità sostanzialmente riconducibili a un potenziale rischio di delocalizzazione dell'attività di intermediazione mobiliare in aree geografiche in cui l'imposta non è presente ed a un rischio di elusione fiscale, rappresentato dalla possibilità da parte degli operatori di mercato di spostare le transazioni su strumenti finanziari non soggetti all'imposizione.*

*Vi sono, peraltro, esperienze storiche che confermano tale argomentazione. Emblematico al riguardo il caso della Svezia che introdusse nel 1984 un'imposta sulle transazioni aventi ad oggetto azioni e strumenti finanziari a reddito fisso per poi abrogarla nel 1992 avendo sperimentato una progressiva marginalizzazione del mercato dei capitali domestico a favore della piazza finanziaria londinese.*

*Alla fine del 1990, oltre il 50% del volume scambiato su strumenti azionari di emittenti svedesi risultava negoziato sul mercato finanziario di Londra.*

*Anche in Francia, in cui la Tobin Tax è stata introdotta nell'agosto del 2012, le prime analisi rilevano una contrazione degli scambi sugli strumenti finanziari oggetto di tassazione.*

*Lo sviluppo insufficiente del mercato finanziario domestico si accompagna ad una contrazione del credito bancario.*

Negli ultimi anni il sistema bancario italiano, nonostante la sua riconosciuta solidità, ha subito pesanti ripercussioni dalla crisi del debito sovrano e dall'andamento sfavorevole della congiuntura economica.

La redditività delle banche italiane, storicamente inferiore rispetto a quella registrata dalle principali banche europee, si è infatti ulteriormente ridotta e la qualità degli attivi ha mostrato un significativo deterioramento.

*Con riferimento ai principali gruppi quotati, a partire dal 2011, la redditività delle maggiori banche italiane ha mostrato un calo sia rispetto al totale attivo sia rispetto al patrimonio netto; tale dinamica è il risultato da un lato della contrazione del margine di interesse in un contesto di tassi di riferimento estremamente bassi, e dall'altro della rilevante crescita delle rettifiche su crediti per effetto della congiuntura sfavorevole e del deterioramento della qualità del credito.*

*A fine 2012 i principali gruppi bancari spagnoli hanno registrato una crescita delle consistenze dei crediti in sofferenza prossima al 50 per cento e un conseguente aumento sia dell'incidenza delle sofferenze sui crediti lordi (pari a oltre il 7 per cento) sia del costo del credito (che si attesta su valori superiori al 3 dall'1 per cento circa dell'anno precedente). Il fenomeno interessa anche le banche italiane, sebbene in misura meno marcata rispetto a quelle spagnole. In Francia e Germania, invece, la qualità del credito è rimasta sostanzialmente stabile rispetto al 2011.*

*Per quanto riguarda l'intero sistema bancario italiano a luglio 2013, il tasso di crescita sui dodici mesi delle sofferenze è stato pari al 22,2 per cento e l'incidenza delle stesse sul totale dei crediti è risultata superiore al 7 per cento a fronte di valori inferiori al 6 per cento registrati lo scorso anno. Nel secondo trimestre del 2013 il flusso di nuove sofferenze in rapporto ai prestiti è risultato pari al 2,9 per cento.*

L'adeguatezza patrimoniale invece è notevolmente migliorata per le maggiori banche di tutti i principali paesi europei, ad eccezione di quelle spagnole, per le quali si è registrata una sostanziale stabilità. Tale dinamica è stata indotta principalmente dai più stringenti requisiti di vigilanza prudenziale introdotti da Basilea 3, a cui le banche si sono andate adeguando ancor prima dell'effettiva entrata in vigore, e da alcune misure di rafforzamento patrimoniale adottate in seguito all'acuirsi della crisi del debito sovrano al fine di ristabilire la fiducia dei mercati verso il sistema bancario europeo.

*Le cinque maggiori banche italiane sin dai primi mesi del 2011 avevano effettuato aumenti capitale per circa 10 miliardi di euro, al fine di adeguarsi ai requisiti prudenziali più*

*stringenti introdotti da Basilea 3. La raccomandazione EBA del dicembre 2011 ha poi indicato ulteriori necessità patrimoniali per 15,4 miliardi. In seguito a tale indicazione solo una banca ha effettuato, nei primi mesi del 2012, un aumento di capitale di oltre 7 miliardi. Le altre banche italiane interessate dalla raccomandazione dell'EBA hanno invece fatto ricorso a forme di rafforzamento patrimoniale alternative rispetto all'aumento di capitale fra cui la cessione di asset.*

*Oggi assistiamo ad una fase di lenta ma progressiva stabilizzazione, sebbene le sfide aperte per il sistema finanziario europeo siano ancora numerose. Il progetto di unione bancaria europea è infatti ancora agli inizi, con il processo di transizione verso il Meccanismo di Supervisione Unica (Single Supervisory Mechanism o SSM) che dovrebbe concludersi entro la fine del prossimo anno. Il passaggio delle competenze di vigilanza prudenziale dalle autorità nazionali alla Banca Centrale Europea, che interesserà le maggiori banche dell'Eurozona, comporterà una fase preliminare di valutazione del profilo di rischio e dell'adeguatezza patrimoniale di tutti gli istituti coinvolti, denominata Balance Sheet Assessment (BSA). Tale attività comporterà la verifica della qualità degli attivi (la cosiddetta Asset Quality Review o AQR) e uno stress test che sarà condotto dall'Autorità Bancaria Europea (European Banking Authority o EBA) al termine dell'AQR.*

*Tali analisi, la cui metodologia e tempistica, in parte già nota, saranno definite nel corso delle prossimi giorni, potrebbero far emergere nuove necessità patrimoniali per il sistema bancario europeo, a cui gli istituti di credito dovranno far fronte nel corso del prossimo anno. Le raccomandazioni fornite dal Governatore della BCE Mario Draghi in una lettera alla Commissione Europea, e recentemente rese note, sono volte a minimizzare i rischi connessi all'avvio del nuovo sistema di vigilanza europeo sulle banche.*

Sul fronte della disponibilità di credito alle imprese si registra una perdurante rigidità, sia nelle condizioni di accesso sia nei volumi. Il volume di credito erogato dal sistema bancario a favore del settore produttivo ha evidenziato un calo del 4,6 per cento nei primi nove mesi del 2013; il tasso medio di interesse applicato ai nuovi prestiti di ammontare inferiore a un milione di euro è stato pari al 4,5 per cento, di oltre 160 punti base più elevato rispetto alle condizioni medie applicate su finanziamenti di importo comparabile in Germania e Francia.

La situazione è ancora più critica per il fitto tessuto di piccole e medie imprese che caratterizza il tessuto produttivo italiano. Per esse si registrano veri e propri fenomeni di razionamento. Il deterioramento del quadro macroeconomico

innescato prima dalla crisi finanziaria internazionale e poi dalla crisi dei debiti sovrani ha inciso negativamente sulla situazione finanziaria delle imprese determinando a sua volta un progressivo deterioramento della qualità del credito bancario. Le banche hanno risposto, da una parte, con politiche di accantonamento sempre più stringenti, su sollecitazione degli organi di vigilanza, e, dall'altra, con restrizioni del credito. Imprese solide ma illiquide si sono incamminate verso un sentiero di insolvibilità, in un circolo vizioso che ha finito per incrementare ulteriormente le sofferenze bancarie.

*Da un'indagine della Banca Centrale europea<sup>1</sup> si rileva che sono state pari al 48% in Italia le imprese di media e piccola dimensione che negli ultimi sei mesi hanno fatto una richiesta per un finanziamento bancario e che hanno visto accettato del tutto la loro domanda. La restante metà delle PMI italiane si è invece vista rifiutare del tutto o in parte la richiesta di finanziamento. Molto meglio è andata alle PMI francesi e tedesche la cui richiesta è stata accolta nell'80 per cento dei casi circa. Tra i principali paesi dell'area euro solo le PMI spagnole versano in una situazione peggiore rispetto a quella italiana. Ancor più svantaggiate sono poi le micro imprese italiane: solo nel 44 per cento dei casi hanno visto accolta la loro richiesta di finanziamento, contro il 61 per cento delle rivali tedesche e il 72 per cento di quelle francesi; infine, ancora una volta, solo in Spagna si rileva un contesto meno favorevole.*

L'Italia si avvicina al possibile punto di svolta nel ciclo macroeconomico con un tessuto produttivo largamente debilitato e un sistema bancario che, date le attuali dotazioni patrimoniali, difficilmente potrà espandere significativamente gli impieghi a favore delle imprese italiane.

Ne consegue la necessità di adottare strumenti di politica economica tesi, da un lato, a sviluppare fonti di finanziamento alternative al credito bancario (quotazione in borsa, *venture capital*, *crowdfunding*, *minibond*, etc.); dall'altro a rimuovere o alleviare l'attuale saturazione dei canali di espansione degli attivi bancari. In questa ultima direzione vanno le iniziative volte a potenziare gli strumenti di ampliamento del credito a parità di dotazione patrimoniale delle banche (cartolarizzazione crediti e sistema di garanzie).

Credito bancario e mercati finanziari rappresentano fonti di finanziamento profondamente interconnesse: un mercato finanziario efficiente e ben sviluppato influenza positivamente l'industria bancaria e un sistema creditizio solido

---

<sup>1</sup> ECB, "Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE)", March 2013.



favorisce il buon funzionamento dei mercati. La creazione di un circolo virtuoso tra banche e mercati è dunque di vitale importanza per lo sviluppo dell'economia nel suo complesso.

## **2. Strumenti per facilitare l'accesso diretto delle imprese al mercato**

Il progressivo inaridimento del canale tradizionale di finanziamento delle piccole e medie imprese (soprattutto per progetti di investimento a medio-lungo termine o per il finanziamento di attività ad alto contenuto di innovazione tecnologica) impone un ripensamento del paradigma classico di sostegno del tessuto produttivo italiano, che ha storicamente visto le banche quali interlocutori privilegiati, o quasi esclusivi, delle necessità finanziarie delle imprese.

Il Legislatore deve offrire uno strumentario più esteso di quello attuale per ampliare le fonti di finanziamento delle imprese. Ciò consentirebbe una miglior distribuzione e remunerazione del risparmio, favorendo al contempo lo sviluppo economico.

Il massiccio afflusso di risparmio sui titoli di stato, sebbene funzionale ad un contenimento del costo del debito sovrano, ha infatti determinato un effetto di spiazzamento nei confronti di altre forme di investimento (*crowding out*).

### ***2.1 Lo sviluppo dei mercati azionari: il Gruppo di Lavoro "PiùBorsa"***

Sull'insufficiente sviluppo del mercato italiano dei capitali incidono freni ed ostacoli, sia dal lato dell'offerta (freni alla quotazione dell'azienda), sia da quello della domanda (limiti all'investimento in titoli neo-quotati). Tra i fattori che frenano il ricorso delle aziende al mercato dei capitali si ricordano: dal lato dell'offerta, la diffidenza delle imprese nei confronti di un mercato non sufficientemente liquido; l'onerosità degli adempimenti di quotazione; la contrarietà dei soci fondatori all'allargamento degli assetti proprietari e il timore relativo alla perdita del potere di controllo. Dal lato della domanda, si deve tener presente la citata debolezza strutturale degli investitori istituzionali e l'insufficiente presenza, rispetto a mercati esteri più competitivi, di soggetti

specializzati nella prestazione di servizi di *listing* e connessi alla permanenza alla quotazione degli emittenti PMI.

Per dare impulso al settore, con particolare riferimento agli investimenti in *equity*, nel corso del 2012 CONSOB si è attivata istituendo un Gruppo di Lavoro cui partecipano le principali associazioni di categoria rappresentative degli operatori di mercato.<sup>2</sup> La prima fase di attività del gruppo si è conclusa nel marzo 2013, con la firma di un *Memorandum* di Intesa e l'avvio della fase più strettamente operativa del progetto, denominato "PiùBorsa".

Il *Memorandum* di Intesa individua le azioni e i relativi impegni volti, da un lato, a stimolare l'interesse delle imprese alla raccolta di capitale di rischio, e, dall'altro, a sviluppare la domanda di titoli azionari da parte degli investitori. In particolare, le iniziative previste nel *Memorandum* sono rivolte a imprese di piccola e media dimensione alla ricerca di risorse finanziarie per sostenere progetti di sviluppo<sup>3</sup>, e afferiscono ai seguenti ambiti:

- promozione delle attività di *education* e *scouting*, rivolte alla ricerca e alla selezione delle migliori imprese potenzialmente quotabili;
- trasparenza nella definizione dei costi e dei contenuti connessi ai servizi di consulenza e assistenza nel processo di *listing* ed alla permanenza nelle negoziazioni;
- strutturazione di un'area di mercato dedicata alle PMI;
- sviluppo dell'*asset management* dedicato alle PMI.

---

<sup>2</sup> Hanno partecipato al Gruppo di Lavoro denominato "Ammissione alla quotazione delle Piccole e Medie Imprese: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati e degli operatori", coordinato dalla Consob: Borsa Italiana s.p.a., ABI - Associazione Bancaria Italiana, AIFI - Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, Assirevi - Associazione Italiana Revisori Contabili, Assogestioni - Associazione Italiana del Risparmio Gestito, Assosim - Associazione Italiana degli Intermediari Mobiliari, Confindustria - Confederazione generale dell'industria italiana, Fondo Italiano d'Investimento, Fondo Strategico Italiano, Università Bocconi, Fondazione Repubblica.

<sup>3</sup> In particolare, come definito nel MdI, possono accedere alle agevolazioni in esso previste:

- le società chiuse il cui fatturato risulti, nell'ultimo esercizio, compreso tra i 20 milioni e i 300 milioni di euro;
- le società quotande o quelle che dopo la quotazione abbiano una capitalizzazione, prevista o effettiva, inferiore ai 500 milioni di euro; per le società quotande è richiesta l'intenzione di realizzare un'offerta sul mercato primario sulla base di un'equa proporzione tra Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) e Offerta Pubblica di Vendita (OPV), che preveda la forma di OPS almeno pari al 30% del totale collocato.

L'impegno del Gruppo di Lavoro è continuato in questi ultimi mesi con la finalizzazione dei lavori di tre specifici Tavoli Tecnici, i cui risultati, di seguito sinteticamente descritti, sono stati presentati al Governo in risposta alla consultazione pubblica sul Piano "Destinazione Italia". La finalità è quella di realizzare un processo virtuoso e sinergico, capace di stimolare tanto la propensione alla quotazione delle imprese, quanto lo sviluppo della domanda di titoli azionari da parte degli investitori. Tale finalità viene perseguita proponendo di agire contemporaneamente su più piani: i) la razionalizzazione della normativa applicabile agli emittenti, ii) lo sviluppo di fondi dedicati alle PMI e iii) l'introduzione di strumenti d'incentivazione fiscale a beneficio degli investitori.

#### *2.1.1 Proposte di semplificazione normativo-regolamentare volte ad incentivare l'apertura al mercato dei capitali da parte delle società italiane*

Il primo tema riguarda la semplificazione normativa finalizzata ad aprire la struttura finanziaria delle PMI al mercato dei capitali.

Nel rispetto dei vincoli comunitari, la disciplina in materia può essere aggiornata lungo tre direttrici: i) la riduzione degli oneri gravanti sulle società quotate, ivi compresi quelli relativi alla *compliance*; ii) l'eliminazione di rigidità nella struttura del capitale e nel grado di contendibilità del controllo delle società quotate; iii) l'individuazione di altre modifiche normative in grado di "avvicinare" le società non quotate al mercato finanziario.

Con riferimento al primo aspetto, si può menzionare in particolare la semplificazione del sistema dei controlli interni, oggi pletorico e quindi inefficiente.

*Al fine di favorire la quotazione delle PMI, si potrebbe poi considerare una rimodulazione della disciplina sui limiti al cumulo degli incarichi (di amministrazione e controllo) per i componenti degli organi di controllo delle società quotate, nel senso di un adeguamento della medesima alle dimensioni delle società.*

*Un ulteriore passaggio prevede un'attività di fine tuning del Regolamento sulle Operazioni con Parti Correlate. A tre anni dall'introduzione, infatti, pare opportuna una sua*

*riconsiderazione al fine di renderne più agevole l'applicazione e di valutare la possibilità di semplificare ulteriormente gli adempimenti previsti per le PMI neo-quotate.*

Ulteriori interventi semplificatori potrebbero riguardare la struttura del capitale e la contendibilità del controllo.

*Il collocamento sul mercato di ampie quote di capitale in fase di IPO consentirebbe all'impresa di raccogliere cospicue risorse per finanziare la crescita aziendale e, al tempo stesso, favorirebbe l'interesse degli investitori istituzionali in virtù della maggiore liquidità del titolo sul mercato secondario. Tuttavia, la prassi mette in evidenza la riluttanza degli imprenditori-soci di controllo a diluire eccessivamente la propria partecipazione per il timore di perdere il controllo della società. E' diffusa, pertanto, la tendenza a mantenere una partecipazione ben superiore alla maggioranza assoluta del capitale, riducendo, conseguentemente, la quota destinata al mercato; in situazione estreme, laddove i benefici finanziari rivenienti dalla vendita/sottoscrizione delle nuove azioni fossero inferiori ai "costi di quotazione" complessivamente considerati, il timore di perdere il controllo societario farebbe venire meno la quotazione stessa. Tale scenario è ovviamente più frequente con riferimento alla quotazione di PMI, stante la minore dimensione media delle relative Offerte Globali.*

Uno degli strumenti utili a vincere molte resistenze degli imprenditori a diluire il controllo di diritto potrebbe essere l'eliminazione del divieto di emettere azioni a voto plurimo, istituito previsto in alcuni paesi. I potenziali offerenti potrebbero trovare in questo meccanismo uno strumento per allargare la quota di capitale da destinare al mercato preservando le posizioni di controllo e per favorire gli investimenti a medio-lungo termine degli investitori istituzionali.

In materia di OPA sono in corso opportune riflessioni in Parlamento.

*Un'altra misura volta ad incentivare la quotazione, è rappresentata dalla Special Purpose Acquisition Company (SPAC), uno strumento ampiamente diffuso all'estero per favorire l'accesso al mercato di imprese di media e piccola dimensione. Si tratta di società appositamente costituite allo scopo di raccogliere capitale di rischio presso il pubblico, da impiegare poi (in tutto o in parte), secondo modalità prestabilite, al fine di acquisire (di norma con successiva fusione per incorporazione) una o più società<sup>4</sup>.*

*Per il corretto funzionamento di tale meccanismo risulta cruciale la modalità di determinazione del valore di rimborso in caso di esercizio del recesso da parte dell'azionista dissenziente al momento della fusione. Il codice civile prevede, in argomento, che il prezzo sia*

---

<sup>4</sup> Similmente opera un'altra tipologia di *cash company*, le cc.dd. *investing companies*, previste e disciplinate dal Regolamento di AIM Italia.

*pari alla media aritmetica dei prezzi di chiusura di mercato nei sei mesi anteriori. Questo prezzo, tuttavia, presenta spesso un significativo sconto rispetto al Net Asset Value della SPAC.*

*Si ritiene che l'introduzione di una facoltà statutaria che consenta a queste speciali società di discostarsi dalla previsione civilistica e di prevedere, in caso di recesso, un criterio in concreto più vantaggioso per il socio recedente, certamente consentirà un maggiore ricorso a tali veicoli a beneficio delle PMI.*

*Un ultimo tema di riflessione riguarda l'esigenza di intervenire al fine di favorire una più ampia diffusione delle raccomandazioni di investimento su titoli azionari small cap e/o di nuova quotazione. E' opinione diffusa, infatti, che una affidabile e trasparente informazione derivata sulle società emittenti sia un driver fondamentale allo sviluppo dell'operatività degli investitori istituzionali, soprattutto stranieri. La diffusione di equity research anche sulle PMI – oggi tendenzialmente escluse dalla copertura degli analisti – potrebbe contribuire ad aumentare la liquidità dei mercati di riferimento. Sono allo studio, conseguentemente, interventi sulla regolamentazione secondaria che disciplina l'utilizzo della ricerca finanziaria nella prestazione di determinati servizi di investimento, al fine di incrementarne la produzione e l'utilizzo. Nella stessa prospettiva, sono analogamente valutabili forme di incentivazione fiscale della fruizione di ricerca finanziaria da parte degli intermediari.*

### *2.1.2 Interventi per la promozione di un Fondo di Fondi specializzati in small caps*

In Italia oggi manca un flusso consolidato di investimenti istituzionali domestici, soprattutto di lungo termine, che attraverso il mercato azionario sostenga la crescita del Paese.

*Alcuni dati testimoniano chiaramente tale situazione:*

- il peso degli investitori istituzionali domestici sulla capitalizzazione delle società italiane quotate è inferiore all'8%, mentre è del 30% nel Regno Unito. L'aggregato dei fondi pensione e delle assicurazioni italiane è pari al 4%, contro il 12% del Regno Unito;*
- solo l'1% del totale del patrimonio gestito dai fondi comuni d'investimento italiani aperti è raccolto da fondi azionari con specializzazione Italia, con un peso pari a poco più dell'1% della capitalizzazione totale del nostro mercato azionario;*
- il mondo della previdenza complementare domestico mostra una ridotta propensione all'investimento in titoli di capitale, ivi compresi quelli italiani. I fondi pensione aperti*

*destinano il 3% dei loro assets all'equity italiano e quelli negoziali meno dell'1%. La stessa dinamica si registra per le riserve tecniche delle assicurazioni.*

Si registra inoltre l'assenza di investitori professionali specializzati in società di piccole dimensioni, fenomeno aggravato dalla crisi del quinquennio. I fondi comuni d'investimento italiani specializzati in PMI italiane quotate, infatti, sono oggi solo 5, con circa 180 milioni di euro di *assets* complessivi.

*A fine 2009 tale tipologia contava 9 fondi con 250 milioni di euro di Assets Under Management (AUM); a fine 2005, 11 fondi con 900 milioni di euro di AUM. Si rappresenta come in paesi quali Francia e Regno Unito questi veicoli siano 10 volte più numerosi.*

Il mancato supporto di un'adeguata domanda istituzionale può comportare, in particolare con riferimento alle PMI, sia il rischio di prezzi non rispondenti al reale valore della società in fase di IPO, sia di un limitato livello di liquidità dei titoli sul mercato secondario, con conseguente volatilità dei corsi: tutto ciò si configura come un evidente disincentivo alla quotazione.

Per ovviare a questo problema si può ricorrere alla creazione di un fondo di fondi (cd. Fondo *Master*) che, secondo logiche di mercato, investa in fondi specializzati in *small caps* italiane<sup>5</sup> i capitali raccolti presso investitori istituzionali con orizzonte temporale di medio-lungo termine.

*Tale iniziativa di sistema, ottimizzando lo sforzo di presentazione dell'iniziativa di investimento e di fund raising, consentirebbe di colmare il tradizionale deficit di investitori istituzionali sul mercato azionario italiano. L'investimento a valle in veicoli specializzati potrebbe invece contribuire a rilanciare e irrobustire l'industria domestica di gestori specializzati in PMI.*

---

<sup>5</sup> Coerentemente alle altre misure proposte dal Gruppo di Lavoro, si ritiene opportuno concentrare gli interventi nei confronti delle imprese quotande o quotate la cui capitalizzazione, prevista o effettiva, sia inferiore ai 500 milioni di euro, e per quanto concerne le quotande, relativamente alle operazioni che prevedano la forma di OPS almeno pari al 30% del totale collocato. E' inoltre previsto che i suddetti OICR specializzati siano obbligatoriamente impegnati a politiche di *asset management* prioritariamente orientate alle azioni di nuova quotazione, sia nelle fasi di IPO che nel successivo mercato secondario.

### *2.1.3 Interventi di incentivazione fiscale a supporto dello sviluppo del mercato di Borsa*

Tutti questi interventi avrebbero maggiore effetto se accompagnati da un sistema di incentivi fiscali. Ovviamente, parlare di incentivi fiscali in questa fase economica sembra un'eresia. Tuttavia occorrerebbe tenere conto degli effetti indotti che misure di stimolo dell'offerta potrebbero produrre sotto il profilo fiscale. Gli effetti di tali misure, non sempre risolutivi in passato, potrebbero in questa fase risultare utili. Si tratta della detassazione dei *capital gain* derivanti dall'investimento in fondi specializzati in *small caps* italiane e di un meccanismo di ACE potenziato a beneficio delle imprese destinate alla quotazione<sup>6</sup>.

*Lo sbilanciamento quantitativo a favore delle misure di incentivo agli investitori riflette la convinzione che in favore delle imprese agisca comunque l'alleggerimento degli oneri monetari e di compliance derivante dalle proposte semplificazioni normativo-regolamentari.*

## **2.2 L'equity crowdfunding**

Nell'ambito degli strumenti volti a facilitare l'accesso diretto delle imprese al mercato, il decreto legge n. 179/2012 (c.d. "Decreto crescita *bis*", intitolato alle "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese") ha introdotto, tra l'altro, la possibilità di raccogliere capitale di rischio tramite portali *on-line* (c.d. "equity crowdfunding") a favore di una specifica categoria di soggetti imprenditoriali, le *start-up* innovative.

Al fine di creare un "ambiente" affidabile in grado di dare fiducia agli investitori il decreto "crescita *bis*" ha, quindi, delegato alla Consob il compito di disciplinare alcuni specifici aspetti del fenomeno: le modalità di svolgimento delle offerte al pubblico di capitale di rischio tramite portali *on-line* e l'attività di gestione dei medesimi.

---

<sup>6</sup> Più nello specifico, lo schema analizzato prevederebbe un incremento dell'aliquota ACE al 6% in caso di Aumento di capitale a supporto dell'IPO, con eventuale introduzione di "premio all'OPS" con aliquota ACE al 7,5% nel caso in cui l'Offerta Globale sia prevalentemente caratterizzata dalla quota in sottoscrizione rispetto a quella in vendita. Tale incentivo sembra capace di favorire quotazioni finalizzate principalmente alla raccolta dei capitali necessari la crescita aziendale contrastando il tradizionale sottodimensionamento della quota in sottoscrizione (OPS) all'interno dell'Offerta Globale di quotazione.

In data 26 giugno 2013 la Consob ha adottato il regolamento in materia di *equity crowdfunding*, prevedendo una serie di norme volte ad assicurare un adeguato livello di tutela dell'investitore non professionale con specifico riferimento ai rischi associati all'adesione ad offerte di capitale di rischio tramite portali *on-line*.

Al riguardo si segnala che è stata autorizzata la prima iscrizione di una società-gestore al registro dei portali *on line* in data 18 ottobre 2013 . Forte interesse al tema è manifestato dalla circostanza che sono oggetto di prossima presentazione nuove richieste di registrazione.

L'Italia è così il primo paese al mondo a dotarsi di una disciplina specifica e organica per *l'equity crowdfunding*. Negli altri paesi in cui operano portali di *crowdfunding* il fenomeno non è, infatti, ancora soggetto a regolamentazione ed è fatto rientrare nell'ambito di applicazione di discipline già esistenti (*i.e.* appello al pubblico risparmio).

### **2.3 Credit Funds e Mini Bonds**

I *Credit Funds* sono fondi di investimento specializzati nella sottoscrizione di strumenti di debito emessi da società *corporate* (anche di medie e piccole dimensioni) con una strategia di investimento di lungo periodo.

*L'esperienza dei Credit Funds – in Europa ancora allo stato embrionale – è storicamente consolidata nel mercato statunitense dove tali fondi hanno garantito nel solo 2012 un volume di nuove erogazioni di finanziamento al settore corporate pari a circa 20 miliardi di dollari e il rinnovo di linee di credito (roll-over) per altri 40 miliardi.*

I *Credit Funds* sono potenzialmente in grado di coniugare ai vantaggi derivanti dalla raccolta diretta dagli investitori istituzionali – aggirando i limiti di espansione dei passivi bancari di cui si è detto – quelli derivanti da una politica degli impieghi focalizzata principalmente nella individuazione delle migliori opportunità di investimento in un diversificato portafoglio di *corporate bonds*.

Essi possono agire – ed è il caso di alcune esperienze nate di recente nel nostro Paese – come soggetti in grado di allentare gli attuali vincoli alla



patrimonializzazione delle banche, laddove sottoscrivano strumenti ibridi di patrimonio o prestiti subordinati emessi dagli istituti bancari.

In questo senso lo strumento si presenta sinergico alle iniziative in materia di *mini-bond* che di recente sono state adottate con l'emanazione del Decreto Legge 22 giugno 2012 n. 83, cosiddetto "Decreto Sviluppo".

Tale intervento legislativo ha ampliato gli strumenti di ricorso al mercato del debito per le società non quotate, anche di media e piccola dimensione (ad esclusione delle micro imprese). Il provvedimento ha esteso la possibilità di emettere strumenti di debito a breve termine (cambiali finanziarie) e a medio lungo termine (c.d. *mini-bond*), con il supporto di "sponsor" che assistono gli emittenti e fungono da *market maker* garantendo la liquidità dei titoli. Il provvedimento citato ha tra l'altro allineato il regime fiscale delle obbligazioni e dei titoli simili emessi da società non quotate a quello più favorevole delle società quotate.

In attesa di valutare la reale efficacia di questo intervento (quando i dati saranno disponibili), alcuni studi recenti stimano che le emissioni di *mini-bond* potrebbero raggiungere i 20-30 miliardi di euro e interessare una platea di circa 4 mila aziende.

### **3. Strumenti a favore dell'espansione della capacità di credito a parità di dotazione patrimoniale degli istituti di credito**

Lo sviluppo dei mercati mobiliari si pone inevitabilmente in una prospettiva di medio lungo periodo. In un'ottica di breve termine, tuttavia, occorre affrontare il problema del contingentamento del credito. Poste le attuali difficoltà delle banche a patrimonializzarsi attraverso il ricorso al mercato, si devono individuare strumenti in grado di favorire l'espansione dell'offerta creditizia a parità di dotazione patrimoniale.

### **3.1. Cartolarizzazione prestiti PMI**

Riaprire il mercato delle cartolarizzazioni potrebbe dimostrarsi utile strumento per espandere il credito in presenza di restrizioni all'aumento del patrimonio. Infatti, i crediti vengono ceduti a soggetti terzi e si libera patrimonio per supportare l'erogazione di nuovo credito.

*Come noto, tuttavia, nell'attuale fase congiunturale c'è una forte diffidenza del mercato verso queste operazioni e i rendimenti richiesti per sottoscrivere cartolarizzazioni sono molto elevati. Ciò rende l'operazione non conveniente per la banca, nel senso che il rendimento corrisposto sui titoli può finire per essere più alto del tasso sui crediti ceduti, oppure i crediti devono essere significativamente svalutati in fase di cessione affinché l'operazione risulti appetibile per il mercato (cioè il valore dei crediti ceduti deve essere significativamente più alto del valore dei titoli emessi). Quindi per la banca c'è un costo legato alla svalutazione dei crediti ceduti e agli elevati rendimenti sui titoli emessi che finisce per rendere nelle attuali fasi di mercato le operazioni non convenienti, se non per banche di standing creditizio molto alto.*

Una possibilità per fare ripartire il mercato è quella di fare cartolarizzazioni standardizzate di crediti a piccole e medie imprese tramite titoli semplici e di centralizzare l'attività per tutto il sistema bancario su un unico veicolo. Si tratta di un modello simile a quello americano dove esistono le cosiddette "agenzie", che, un tempo, erano emanazione del governo federale e che ora sono soggetti privati (sebbene con una implicita garanzia pubblica, come avviene per tutte le banche e i soggetti finanziari *too-big-to-fail*). Questo renderebbe i titoli più standardizzati e riconoscibili dagli investitori e soprattutto molto più liquidi rispetto alle emissioni di un veicolo di emanazione di una singola banca.

### **3.2. Confidi e Fondo di Garanzia**

Un altro strumento di accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese è rappresentato dai Consorzi di Garanzia Collettiva Fidi. I Confidi rappresentano un meccanismo a disposizione delle imprese associate nel facilitare il rapporto con le banche, in particolare per l'accesso al credito a condizioni mediamente più favorevoli di quelle altrimenti ottenibili.

La capacità dei Confidi di favorire l'accesso al credito da parte delle PMI può essere significativamente ampliata da un sistema di controgaranzia pubblica. In Italia il principale schema che le imprese hanno a disposizione per accedere alla controgaranzia pubblica è costituito dal Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese.

*Alle esposizioni assistite dal Fondo nella forma della “controgaranzia a prima richiesta” è dunque possibile applicare il fattore di ponderazione associato alle esposizioni verso lo Stato italiano in base alla “clausola di salvaguardia” – ossia zero per cento – per l'importo che il Fondo è tenuto a versare in caso di inadempimento.*

*La rivitalizzazione del ruolo dei Confidi richiede un significativo rafforzamento patrimoniale degli stessi e un potenziamento della consistenza delle garanzie pubbliche di secondo livello. Quanto al rafforzamento patrimoniale va incoraggiato il processo di consolidamento in atto e la riduzione della parcellizzazione del mercato in una miriade di Confidi di dimensioni troppo ridotte per sfruttare adeguatamente le economie di scala, anche favorendo l'ingresso nel capitale dei Confidi di imprese non finanziarie e di enti pubblici e privati.*

Sul versante delle controgaranzie una soluzione potrebbe essere quella di costituire uno speciale Fondo di Garanzia europeo (adeguatamente finanziato) per assicurare a monte i crediti alle PMI. Questa soluzione salvaguarderebbe il legame della rete territoriale dei Confidi con il tessuto produttivo delle PMI ma accentrerebbe la gestione delle controgaranzie pubbliche ad un livello tale da consentire di sfruttare appieno i vantaggi dell'effetto leva garantito dai maggiori volumi e dalla diversificazione del rischio.

#### **4. Conclusioni**

I tempi che ci troviamo di fronte presentano rischi ma anche opportunità che occorre cogliere.

Gli investitori internazionali si stanno riaffacciando sui mercati europei e in particolare sui periferici. Condizione essenziale per agganciare la ripresa è quella di superare le debolezze strutturali che storicamente contraddistinguono il nostro Paese. Esse non potranno essere superate se, con riferimento al settore finanziario, il sistema bancario non sarà in grado di adempiere in modo efficiente

al proprio ruolo fondamentale, quello di allocare il risparmio verso le attività produttive.

L'attuale industria finanziaria vede spesso strette connessioni tra il sistema bancario e quello industriale. Ciò non conduce ad una allocazione ottimale del credito, che in molti casi risulta orientato a favorire impieghi non efficienti ma finalizzati esclusivamente a contenere possibili perdite.

Tale attitudine compromette la possibilità di sviluppo del Paese, aumenta l'opacità del sistema e allontana gli investitori, soprattutto quelli provenienti dall'estero.

Occorre ripensare il modello dell'industria finanziaria, in particolare rafforzando la funzione propria del sistema bancario che, così come sta avvenendo tra molti importanti competitori internazionali, si va orientando verso una più proficua divisione dei ruoli tra banche che svolgono la tradizionale attività creditizia e banche d'investimento.

Portare rapidamente a compimento una simile trasformazione sortirebbe l'effetto di ridare efficienza al sistema sotto almeno tre aspetti.

In primo luogo, verrebbero meno gli incentivi distorti a finanziare imprese in cui le banche hanno partecipazioni azionarie. Ciò libererebbe risorse per le imprese con migliori prospettive. In secondo luogo, si favorirebbe la nascita di intermediari mobiliari specializzati nei servizi di *listing*, collocamento titoli e *trading*, rendendo il mercato di tali servizi più efficiente e competitivo. Infine, la separatezza delle aree di business tra banche di investimento e commerciali favorirebbe le condotte più orientate al mercato.

In questo modo sarebbe possibile concentrare risorse finanziarie ed umane verso la crescita del mercato interno dei capitali con la prospettiva di farvi approdare le imprese più dinamiche e competitive. Le imprese finanziarie sarebbero liberate dai rischi di contagio derivanti dalle aree di *business* non tradizionali, le imprese destinatarie dei finanziamenti godrebbero di maggiore stabilità e i risparmiatori potrebbero ottenere rendimenti più elevati.

La chiarezza dei ruoli e delle responsabilità di ciascuno costituisce lo strumento indispensabile per affrontare con possibilità di successo le opportunità che l'evoluzione del ciclo economico può offrire.