

Finanza e regole per la crescita delle imprese, workshop coordinato dal Commissario Carmine di Noia al Consob Day 2018

Guido Ferrarini*, note per l'intervento al panel di discussione

I. *Premessa*

1. Il tema di come agevolare l'accesso delle PMI e in genere delle imprese ai mercati finanziari, in particolare a quello di borsa, è discusso in Italia da circa mezzo secolo. Si sono percorse molte strade – agevolazioni fiscali, tutela degli investitori (Consob), privatizzazione della borsa, liberalizzazione del diritto societario, principi contabili internazionali – eppure i risultati pratici appaiono ancora insoddisfacenti, almeno per le PMI.
2. Gli sforzi fatti hanno certamente portato il nostro sistema giuridico-finanziario e l'organizzazione dei nostri mercati a livelli di eccellenza tecnica. Si tratta allora di vedere come mettere a frutto i progressi conseguiti a vantaggio delle PMI e del loro finanziamento non bancario.
3. Questo problema è comune al resto d'Europa, con l'eccezione del Regno Unito (che sta comunque per uscire dalla UE). La *Capital Markets Union* mira proprio a riequilibrare il peso del mercato dei capitali rispetto a quello del settore bancario, che è ancora dominante nel finanziamento delle PMI. Il piano di azione della CMU considera quanto ancora va fatto per sostenere lo sviluppo delle PMI e compensare la riduzione del credito bancario che è derivata dalla

* Professore di diritto commerciale nell'Università di Genova e Presidente di Epic SIM, Milano. L'autore ringrazia Andrea Crovetto e Carlo Marini per gli utili commenti ricevuti.

crisi e dal conseguente inasprimento dei requisiti di capitale per le banche (si veda in argomento il volume a cura di D. Busch, E. Avgouleas e G. Ferrarini, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford University Press, 2018).

II. *A che punto siamo*

4. Rispetto a qualche decennio fa, gli strumenti disponibili in alternativa al credito bancario sono numerosi. Dalla prima slide di Carmine di Noia emerge, in modo graficamente efficace, che esistono diverse alternative ai mercati di borsa, da un lato, e alle banche, dall'altro.

A) Mercati Privati

5. Ho sostenuto in vari scritti che nel mercato dei capitali accanto ai *public markets* – che sono formali, multilaterali, regolati e trasparenti: pensiamo ai mercati regolamentati (borsa) e agli MTF (AIM, Extramot) – si pongono i *private markets*, i quali sono invece informali, bilaterali, discrezionali e opachi. Ho anche precisato che tra mercati pubblici e mercati privati non vi sono cesure nette, bensì figure intermedie (che ho definito come mercati semi-pubblici o semi-privati, per riflettere la circostanza che sono soggetti a regimi giuridici misti).
6. L'ambito tradizionale dei mercati privati è l'OTC, ma questo presenta oggi molte articolazioni. Vi rientrano anzitutto i *private placement* di obbligazioni che hanno ormai una loro standardizzazione anche documentale a livello europeo (*EuroPP*), sono rivolti specialmente a imprese di assicurazione e hanno un importo minimo di circa 20 milioni; e le sottoscrizioni di mini-bond, che si sono diffuse in Italia negli ultimi anni, riguardano emissioni di importo medio di circa 10 milioni e sono principalmente destinate a operatori professionali (fondi, banche, assicurazioni, *family office*, *affluent investors*).

7. Alla categoria dei mercati privati appartengono anche i collocamenti privati di azioni (IPO) destinate al mercato AIM, che sono generalmente rivolte ad operatori professionali ed avvengono quindi senza prospetto.
8. Il *Fintech* è presente anche in questo campo. Al fine di ridurre i costi di transazione e di informazione relativi alle emissioni di obbligazioni e di azioni si sono sviluppate piattaforme digitali per l'incontro diretto tra emittenti (PMI) e investitori professionali (fondi, banche, assicurazioni, family office e privati). Trattandosi di un servizio di investimento (raccolta ordini o collocamento) queste piattaforme devono essere autorizzate come SIM (è il caso di Epic che è attiva nel settore obbligazionario e in quello azionario, sempre per le PMI e con esclusivo riferimento a investitori professionali).
9. Queste piattaforme digitali agiscono nel mercato primario, ma possono creare anche un mercato secondario dei titoli sul modello dei *private markets* americani, come *Second Market* e *Sharepost* (entrambi confluiti in *Nasdaq Private Market*). Tali mercati sono nati per consentire una negoziazione anticipata delle azioni dei dipendenti di imprese tecnologiche in corrispondenza di un allungamento dei tempi di uscita del *venture capital*. Per questo sono anche definiti come *pre-IPO markets* e hanno consentito la negoziazione in grandi quantità di azioni in imprese tecnologiche (come *Facebook*) prima della loro ammissione in borsa.
10. Piattaforme digitali sono pure impiegate nella varie forme di *crowdfunding*, siano esse *loan-based* (*P2P lending*) o *investment-based* (*equity crowdfunding*). Pur essendo coinvolta una *crowd*, la dimensione ridotta delle relative operazioni fa sì che le stesse restino sostanzialmente "private". Non trova infatti applicazione la disciplina del prospetto informativo. Lo stesso regime speciale del *equity crowdfunding* resta fuori dell'ambito MiFID, sebbene porti regole di comportamento e doveri informativi che replicano gli schemi della direttiva con la dovuta proporzionalità.

11. Peraltro, un vero mercato del *crowdfunding* in Italia non si è sviluppato, nonostante gli sforzi regolatori. La situazione è troppo frammentata, le singole piattaforme offrono pochi investimenti e non sono chiare le vie d'uscita per gli investitori. La Commissione ha presentato una proposta di regolamento sul *crowdfunding* europeo, che potrebbe forse consentire la formazione di piattaforme con economie di scala adeguate.
12. Le *start-up* trovano in Italia qualche sostegno – oltre che nei soliti *friends and families* - nel *venture capital* e nelle poche reti di *angel investors* che si sono sviluppate al di fuori di schemi regolatori, generalmente in forma associativa. Guardando all'esperienza americana, i relativi *network* fanno generalmente uso di piattaforme digitali che possono dar luogo a vere e proprie *marketplace*, che possono addirittura individuarsi come piattaforme di *crowdfunding*. In Europa, tuttavia, si è ancora distanti da un tale fenomeno.

B) *Private Equity*

13. I fondi di *private equity* hanno un ruolo alternativo e concorrenziale rispetto ai mercati pubblici (Borsa e AIM). In alcuni casi partecipano ai mercati privati (*private placements* e *club deals*), ma in genere perseguono logiche esclusive. Stanno emergendo anche in Italia figure di *alternative private equity*, nelle forme di *pledge fund* (Arventia) o di *club deal* (Mediobanca) che consentono a *family office* e *affluent investors* di partecipare a investimenti in singole imprese non quotate.
14. Queste alternative al *private equity* tradizionale possono offrire alle PMI soluzioni interessanti al problema del passaggio generazionale, nella misura in cui consentono ai soci fondatori di conservare una partecipazione ed anche di restare nella gestione dell'impresa, con maggiore flessibilità rispetto al classico fondo di *private equity*.

III. Cosa resta da fare?

15. La regolazione dei servizi finanziari si è da tempo spostata a Bruxelles e agli organismi internazionali (Basilea, IOSCO), ma gli Stati hanno ancora leve importanti, soprattutto in campo fiscale e sul piano della supervisione (Consob). Molto essendo già stato fatto, rimangono da adottare soprattutto misure di *fine-tuning*.

A) Prospettiva europea

16. Come ci ricorda la seconda slide di Carmine di Noia, ci sono parti della regolazione europea da semplificare, secondo un principio di proporzionalità. Non possiamo pensare che la PMI sia soggetta agli stessi obblighi informativi di una grande impresa, che beneficia di economie di scala nell'adempimento di tali obblighi. Il caso di *Spotify*, che gestisce un sito musicale famoso e che è entrata in borsa attraverso un *direct listing* – approfittando della circostanza che le sue azioni erano già relativamente diffuse tra gli investitori – ci segnala che anche imprese di dimensioni notevoli preferiscono, quando possibile, sottarsi ai costi oggettivamente elevati di una IPO.

17. Esiste inoltre un *trade-off* tra costi dell'informazione societaria (e della *corporate governance*) e ricorso al mercato finanziario: quanto più alti sono tali costi, tanto minore è la probabilità che una PMI offra al pubblico i propri strumenti finanziari o ne chieda l'ammissione ad un mercato organizzato.

18. Il mese scorso, la Commissione europea ha opportunamente proposto modifiche sia alla *Market Abuse Regulation* che alla *Prospectus Regulation* per alleviare gli oneri che da tali regolamenti derivano alle imprese i cui strumenti finanziari sono ammessi a *SME Growth Markets*.

19. Quanto alla MAR sono previste:

- a. Una esenzione dal regime del *market sounding* per i *private placements* di obbligazioni con investitori qualificati; questa esenzione – molto opportuna e ragionevole - si applicherà agli emittenti che hanno già strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni su un *SME Growth Market* a condizione che sia stipulato un NDA con ogni potenziale investitore;
- b. Gli emittenti dei medesimi mercati avranno la possibilità di stipulare contratti di liquidità con intermediari finanziari relativamente alle proprie azioni anche quando l'autorità nazionale competente non abbia stabilito una *accepted market practice*, nel rispetto degli standard tecnici stabiliti da ESMA;
- c. Gli emittenti saranno soggetti a oneri meno gravosi quando decidano rinviare la pubblicazione di *inside information* per giustificare un tale rinvio; dovranno sempre notificare il rinvio alla autorità nazionale competente, ma dovranno fornirne le ragioni solo a richiesta;
- d. Gli emittenti saranno altresì tenuti a tenere una *insider list* limitatamente ai *permanent insiders*, con ulteriore agevolazione rispetto alla regola che oggi gli impone di fornire una lista di tutti gli *insider* a richiesta dell'Autorità.
- e. Infine, i dirigenti dell'emittente dovranno notificare le proprie operazioni in strumenti dell'emittente medesimo alla società e all'autorità entro tre giorni, ma la società avrà altri due giorni per informare il pubblico (oggi ha invece lo stesso termine di tre giorni).

20. Nelle modifiche proposte alla *Prospectus Regulation* è previsto un c.d. *Transfer Prospectus* semplificato per il caso che l'emittente chieda l'ammissione dei propri strumenti a un mercato regolamentato. Tale semplificazione si giustifica con l'argomento che l'emittente è già sottoposto ed avrà quindi adempiuto per qualche tempo agli obblighi informativi previsti dalla MAR.

21. E' difficile immaginare che queste modifiche riusciranno da sole nell'intento di rivitalizzare gli *SME markets* a livello europeo. Certamente ridurranno gli oneri per gli emittenti, ma questo non basta per incentivare molte altre imprese a chiedere l'ammissione delle proprie azioni. La Commissione stessa riconosce che sono necessari mutamenti culturali e dell'ecosistema industriale e finanziario delle PMI.

B) Prospettiva italiana

22. Anche in Italia gli ostacoli per l'accesso delle PMI al mercato dei capitali si pongono a livelli diversi dalla regolazione. Un esempio lo dimostra. L'introduzione dei Piani individuali di risparmio (PIR) in Italia ha fatto sì che i gestori di patrimoni raccogliessero ingenti capitali (circa 14 miliardi) dal pubblico con destinazione ai PIR, in genere nella forma di UCITs. Una fetta minima (alcuni stimano sotto l'1 per cento) di questi capitali è però andata all'AIM e alle imprese in esso negoziate (alcune delle quali SPAC).

23. Tre ragioni potrebbero spiegare questo risultato chiaramente non in linea con l'intento legislativo. La prima attiene ai **costi di informazione** per i gestori, cioè ai costi di raccolta delle informazioni relative agli emittenti e di analisi di tali informazioni. Può essere che i gestori non siano disposti ad affrontare questi costi per società di dimensioni minori, come generalmente sono quelle che chiedono l'ammissione delle loro azioni all'AIM, in quanto le dimensioni ridotte dell'investimento non li giustificano. La seconda ragione potrebbe risiedere nella **scarsa liquidità** prevedibile per i titoli di società a bassa capitalizzazione. Il gestore di un fondo aperto, che non può indirizzare più del 10 per cento del fondo a investimenti di questo tipo, è particolarmente selettivo nelle relative decisioni. La terza ragione è connessa con la dimensione medio-piccola delle singole transazioni che può risultare di limitato *appeal* sia per il rapporto costo

di analisi/valore dell'investimento, sia perché ove si intenda acquisire una quota percentuale dell'emissione, se questa è di limitato importo la quota da sottoscrivere risulta spesso di dimensioni trascurabili.

24. Il primo problema (costi dell'informazione) può essere superato se l'ecosistema relativo al finanziamento delle PMI matura ulteriormente. Anzitutto, le informazioni offerte dalle imprese e dai loro consulenti agli investitori devono essere di buona qualità ed esaurienti; il modo in cui esse sono presentate è altresì importante. Inoltre, i costi di analisi delle informazioni possono essere notevolmente ridotti se gli stessi vengono condivisi attraverso il co-investimento, come avviene nelle piattaforme tecnologiche sopra menzionate che consentono di offrire le singole emissioni a più investitori, uno o più dei quali agiscono come *leader* dell'operazione e gli altri come *follower*. Ancora, nel caso di strumenti di debito, l'emissione può essere assistita da un rating del tipo *unsolicited*, che viene rilasciato dall'agenzia di rating per conto esclusivo dei sottoscrittori. Anche la ricerca sugli emittenti, sia pure di piccole dimensioni, potrà svilupparsi se il numero degli stessi cresce e se le informazioni sono facilmente disponibili. Altro elemento che potrebbe giocare, nel caso dei mini-bond, a favore di un maggior sviluppo degli investimenti di Fondi di Debito riguarda l'adeguamento del fondo centrale di garanzia in modo da consentire la circolazione della garanzia insieme con i titoli (attualmente la garanzia è posta esclusivamente a favore del primo sottoscrittore) e incrementare il limite della garanzia (oggi di 2,5 milioni).

25. Il secondo problema (illiquidità) è difficilmente evitabile nel caso di società a bassa capitalizzazione. I contratti di liquidità con intermediari solo in parte risolvono il problema e sono comunque costosi. Meglio prendere atto della prevedibile scarsa liquidità e considerare che l'investimento in titoli di una PMI va collocato in una dimensione temporale più lunga. Forse gli UCITs non sono lo strumento adatto per investire in strumenti illiquidi; probabilmente gli ELTIF

rispondono meglio a questa esigenza essendo appunto orientati al lungo termine (ma andrebbe allora precisato che anch'essi possono essere utilizzati per i PIR).

26. Il terzo problema (dimensione contenuta) è pure difficilmente evitabile a meno di non pensare a sistemi di Fondi di Fondi, dove i grandi operatori di mercato che investono con vincoli dimensionali e di liquidità sono incentivati ad allocare risorse finanziarie a operatori che poi lavorano per suddividerli in singoli investimenti di dimensione più limitata.

IV. *Considerazioni conclusive*

27. Ci viene chiesto dal nostro ospite quale ruolo potrebbe giocare la Consob nella promozione del ricorso al mercato finanziario delle PMI. La via è segnata dal piano di azione della CMU, che ha suggerito misure normative (generalmente regolamenti) due terzi delle quali sono già state adottate. Gli interventi delle autorità nazionali potranno quindi avvenire soprattutto sul piano della vigilanza e su quello, non meno importante, della moral suasion.

28. Visto che l'apparato regolamentare esiste e viene perfezionato con misure di *fine-tuning*, il successo della CMU dipenderà molto dalla cultura dei vari contesti nazionali e dal modo in cui la stessa si evolve e matura. L'ecosistema nel quale le PMI si inseriscono dovrà presentare, in una lista ideale, tutti questi attori:

- a. consulenti preparati nelle materie del *corporate finance*;
- b. intermediari – banche prima di tutto - genuinamente pronti ad assecondare l'accesso delle PMI al mercato finanziario;
- c. mercati privati e piattaforme *fintech* che preparino le PMI ai mercati pubblici sia del debito che dell'*equity*

d. investitori e gestori che agiscono in un orizzonte di medio-lungo periodo, che solo può assicurare la nascita e lo sviluppo di questi mercati.

29. Le PMI, dal canto loro, dovranno perseguire una crescita dimensionale, eventualmente tramite fusioni e acquisizioni al fine di raggiungere quella scala che le rende più interessanti e appetibili dal punto di vista degli investitori. Anche questo richiede la presenza di buoni consulenti e di intermediari capaci e disposti a collaborare.

30. Le nuove tecnologie, come il *blockchain*, potranno contribuire a una riduzione dei costi di accesso ai mercati finanziari. L'esempio di Daimler che con l'assistenza della banca LLBW ha lanciato un'emissione obbligazionaria di 100 milioni su blockchain in via sperimentale è degno di speciale considerazione.

31. Consob potrà aiutare, in via di *moral suasion*, nella soluzione del problema di azione collettiva che la trasformazione del nostro ecosistema nel senso appena indicato dovrà affrontare e che implica il superamento di vecchi pregiudizi e della cura di esclusivi interessi di parte. Anche l'azione di vigilanza potrà contribuire assecondando la trasformazione del nostro sistema finanziario verso una maggiore presenza dei mercati dei capitali sia pubblici che privati.