

**COMMISSIONE VI  
FINANZE**

**RESOCONTO STENOGRAFICO**

**INDAGINE CONOSCITIVA**

**7.**

**SEDUTA DI MARTEDÌ 22 OTTOBRE 2013**

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **DANIELE CAPEZZONE**

**INDICE**

|                                                                                                                                                         | PAG.          |                                                                      | PAG.      |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Sulla pubblicità dei lavori:</b>                                                                                                                     |               | Barbanti Sebastiano (M5S) .....                                      | 11        |
| Capezzone Daniele, <i>Presidente</i> .....                                                                                                              | 3             | Di Maio Marco (PD) .....                                             | 10        |
| <b>INDAGINE CONOSCITIVA SUGLI STRUMENTI FISCALI E FINANZIARI A SOSTEGNO DELLA CRESCITA, ANCHE ALLA LUCE DELLE PIÙ RECENTI ESPERIENZE INTERNAZIONALI</b> |               | Gutgeld Itzhak Yoram (PD) .....                                      | 11        |
|                                                                                                                                                         |               | Paglia Giovanni (SEL) .....                                          | 10        |
|                                                                                                                                                         |               | Pesco Daniele (M5S) .....                                            | 10, 11    |
|                                                                                                                                                         |               | Vegas Giuseppe, <i>Presidente della CONSOB</i> .....                 | 3, 11, 14 |
| <b>Audizione del Presidente della CONSOB, Giuseppe Vegas:</b>                                                                                           |               | Villarosa Alessio Mattia (M5S) .....                                 | 10        |
| Capezzone Daniele, <i>Presidente</i> .....                                                                                                              | 3, 10, 11, 14 | <b>ALLEGATO: Documentazione depositata dal professor Vegas</b> ..... | 15        |

**N. B.** Sigle dei gruppi parlamentari: Partito Democratico: PD; MoVimento 5 Stelle: M5S; Il Popolo della Libertà - Berlusconi Presidente: PdL; Scelta Civica per l'Italia: SCpI; Sinistra Ecologia Libertà: SEL; Lega Nord e Autonomie: LNA; Fratelli d'Italia: FdI; Misto: Misto; Misto-MAIE-Movimento Associativo italiani all'estero-Alleanza per l'Italia: Misto-MAIE-ApI; Misto-Centro Democratico: Misto-CD; Misto-Minoranze Linguistiche: Misto-Min.Ling; Misto-Partito Socialista Italiano (PSI) - Liberali per l'Italia (PLI): Misto-PSI-PLI.

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE  
DANIELE CAPEZZONE

**La seduta comincia alle 13.45.**

*(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).*

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso, la trasmissione televisiva sul canale satellitare della Camera dei deputati e la trasmissione diretta sulla *web-tv* della Camera dei deputati.

**Audizione del Presidente della CONSOB,  
Giuseppe Vegas.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali, l'audizione del Presidente della CONSOB, Giuseppe Vegas.

Saluto e ringrazio il professor Vegas, che è accompagnato dal dottor Stazi, dal dottor Siciliano e dal dottor Pisu. Il Presidente Vegas è con noi per una delle audizioni conclusive dell'indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari e fiscali a favore della crescita. Anche al Presidente Vegas chiediamo, nei tempi brevi a nostra disposizione, una fotografia e qualche percorso possibile di lavoro.

Do la parola al Presidente Vegas per lo svolgimento della relazione.

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della CONSOB*. Grazie, Presidente, ho cercato di sintetizzare il più possibile il mio intervento. Di alcune parti della relazione in distribuzione, in caratteri più minuti, ometto la lettura, ma sono disponibile a fornire chiarimenti sia in questa sede, sia attraverso l'invio di eventuale, ulteriore documentazione alla Commissione, qualora fosse richiesto.

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'adempiere 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.

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

Il sottodimensionamento del mercato finanziario italiano è determinato da fattori di carattere strutturale. 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 a un più intenso scrutinio del mercato richiesto dall'in-

gresso in Borsa. Infatti, le piccole e medie imprese, 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, 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 nostro mercato. Lo scarso sviluppo del mercato deriva anche dal ruolo ancora estremamente limitato degli investitori istituzionali (fondi comuni di investimento e 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 al mantenimento di un adeguato livello di reddito.

Quando scatterà la piena operatività della riforma del 1995, da un giorno all'altro, i pensionati riceveranno un trattamento pensionistico notevolmente inferiore rispetto a chi va in pensione il giorno prima, il che, se finanziariamente rappresenta una situazione in equilibrio, da un punto di vista sociale, credo non lo sia.

Ulteriori penalizzazioni potrebbero derivare da un sistema fiscale che può essere visto dal mercato come penalizzante per il sistema finanziario domestico. Per quanto riguarda la cosiddetta « *Tobin tax* », o, più propriamente, imposta sulle transazioni finanziarie, di recente introdotta, non risultano al momento disponibili verifiche empiriche attendibili circa l'impatto della medesima sui volumi di negoziazione. Verifiche fatte all'estero mostrano come ci sia un certo influsso, che tende soprattutto a scoraggiare l'investimento nei Paesi dove questo tipo di imposta si applica, se non si applica contemporaneamente anche negli altri Paesi.

Lo sviluppo insufficiente nel mercato finanziario domestico si accompagna a 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. Troverete i dati nel testo consegnato.

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.

Ciò è ovvio: se esistono requisiti nuovi, le banche che non si adeguano subito si dimostrano non sufficientemente dotate a livello patrimoniale rispetto al resto del mercato. Questo dipende anche 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.

Sul fronte della disponibilità di credito alle imprese si registra una perdurante rigidità, sia nelle condizioni di accesso, sia nel volume. Il volume di credito erogato dal sistema bancario a favore del settore produttivo ha registrato un calo del 4,6 per cento, nei primi nove mesi del 2013, e 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 sui finanziamenti di importo comparabile in Germania o in Francia. Questo significa che il sistema italiano è ulteriormente penalizzato, tra l'altro, da un maggior

costo del denaro. 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, come ho detto, del credito. Imprese solide, ma illiquide, si sono incamminate in un sentiero di insolubilità, in un circolo vizioso che ha finito per incrementare ulteriormente le sofferenze del sistema.

L'Italia si avvicina al possibile punto di svolta nel ciclo macroeconomico, come dicevo all'inizio, 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 nostre imprese. Ne consegue la necessità di adottare strumenti di politica economica tesi, da un lato, a sviluppare fonti di finanziamento alternative al credito bancario, come la quotazione, il *venture capital*, il *crowdfunding*, i *minibond* e altre di cui parlerò più avanti, e, dall'altro, a rimuovere o alleviare l'attuale saturazione dei canali di espansione degli attivi bancari. In quest'ultima direzione vanno le iniziative volte a potenziare gli strumenti di ampliamento del credito a parità di dotazione patrimoniale delle banche.

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 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.

Il progressivo inaridimento del canale tradizionale di finanziamento delle piccole e medie imprese, soprattutto per progetti e investimenti 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. In sostanza, l'Italia era, come la Germania, un Paese « bancocentrico », ma il mondo sta cambiando.

Il legislatore deve offrire uno strumento più ampio di quello attuale per estendere le fonti di finanziamento delle imprese. Ciò consentirebbe una miglior distribuzione e una miglior remunerazione del risparmio, favorendo, al contempo, lo sviluppo economico.

Il massiccio afflusso di risparmio sui titoli di Stato, sebbene funzionale a un contenimento del costo del debito sovrano, ha determinato un effetto di spiazzamento nei confronti di altre forme di investimento.

Sull'insufficiente sviluppo del mercato italiano dei capitali incidono freni e ostacoli, sia dal lato dell'offerta, quali i freni alla quotazione dell'azienda, sia da quello della domanda, quali limiti all'investimento in titoli neo-quotati. Tra i fattori che frenano il ricorso dell'azienda al mercato dei capitali si possono ricordare, 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, in molti casi, all'allargamento degli assetti proprietari e il timore relativo alla perdita del loro potere di controllo.

Dal lato della domanda, si deve tener presente la debolezza strutturale degli investitori istituzionali, di cui ho già parlato, e l'insufficiente presenza, rispetto ai mercati esteri più competitivi, di soggetti specializzati nella prestazione di servizi di *listing* e di servizi connessi alla fase di

permanenza nella quotazione rivolti agli emittenti di piccole e medie imprese, le cosiddette *small cap*.

Per dare impulso al settore, con particolare riferimento agli investimenti in *equity*, nel corso del 2012 Consob si è attivata istituendo il gruppo di lavoro « Ammissione alla quotazione delle Piccole e Medie Imprese: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati e degli operatori », cui partecipano le principali associazioni di categoria rappresentative degli operatori del mercato, da Confindustria alla Borsa, all'Associazione bancaria, alle associazioni di private *equity*, ai rappresentanti di Fondo italiano d'investimento.

La prima fase di attività del gruppo si è conclusa nel marzo di quest'anno, con la firma di un *memorandum* di intesa e l'avvio della fase più strettamente operativa del progetto denominato « Più Borsa ». 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 e afferiscono ai seguenti ambiti: la promozione delle attività di *education* e *scouting* rivolta alla ricerca e alla selezione delle migliori imprese potenzialmente quotabili; la trasparenza nella definizione dei costi e dei contenuti connessi ai servizi di consulenza e assistenza nel processo di *listing* e alla permanenza delle negoziazioni; la strutturazione di un'area di mercato dedicata; e, infine, lo sviluppo dell'*asset management* dedicato alle piccole e medie imprese.

L'impegno del gruppo di lavoro è continuato, in questi ultimi mesi, con la finalizzazione del lavoro in tre specifici tavoli tecnici, i cui risultati successivamente descriverò, e che sono stati presentati al Governo in risposta alla consultazione pubblica sul Piano denominato « 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 proponendosi di agire, contemporaneamente su più piani: quello della razionalizzazione della normativa applicabile agli emittenti, quello dello sviluppo dei fondi dedicati alle piccole e medie imprese e quello dell'introduzione di strumenti di incentivazione fiscale a beneficio degli investitori.

Il primo tema riguarda la semplificazione normativa, finalizzata ad aprire la struttura finanziaria delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali. Nel rispetto dei vincoli comunitari, la disciplina in materia può essere aggiornata lungo tre direttrici: la riduzione degli oneri incombenenti sulle società quotate, ivi compresi quelli relativi alla *compliance*; l'eliminazione di rigidità nella struttura del capitale e nel grado di contendibilità del controllo delle società quotate; e, infine, l'individuazione di altre specifiche normative in grado di avvicinare le società non quotate al mercato finanziario. Ciò potrà essere ottenuto mediante la riduzione dei costi correlati agli adempimenti degli obblighi informativi e alla semplificazione della *governance* delle società quotate, con riferimento, in particolare, al sistema dei controlli interni, oggi pleorico e, quindi, inefficiente.

Ulteriori interventi semplificatori potrebbero riguardare la struttura del capitale e la contendibilità del controllo. Uno degli strumenti utili a vincere molte resistenze degli imprenditori e a diluire il controllo assoluto 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 favorire gli investimenti a medio-lungo termine degli investitori istituzionali.

In materia di OPA, come è noto, sono in corso opportune riflessioni in Parla-

mento, sulle quali ovviamente non mi dilungo, essendo una materia ormai parlamentarizzata.

Vi sono ulteriori elementi di criticità. Il primo concerne il fatto che oggi, in Italia, manca un flusso consolidato di investimenti istituzionali domestici, soprattutto di lungo termine, che, attraverso il mercato azionario, sostenga la crescita del Paese.

Il secondo problema è rappresentato dall'assenza di investitori professionali specializzati in società di piccole dimensioni, fenomeno ovviamente aggravato dalla crisi dell'ultimo quinquennio. I fondi comuni di investimento italiani specializzati in piccole e medie imprese italiane quotate, infatti, sono oggi solo 5, con circa 180 milioni di anni di euro in *asset* complessivi. Si tratta di una cifra sostanzialmente trascurabile.

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 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, il cosiddetto Fondo *Master*, che, secondo logiche di mercato, investa in fondi specializzati in *small cap* italiane capitali raccolti presso investitori istituzionali, con un orizzonte temporale di medio-lungo termine.

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 tener conto degli effetti indotti che misure di stimolo dell'offerta potrebbero produrre sotto il profilo fiscale, anche come ritorno. Gli effetti di tali misure, non sempre risolutivi in passato, potrebbero, in questa fase, risultare utili. Si tratta — lo cito a titolo di esempio — della detassazione dei *capital gain* derivanti da-

gli investimenti in fondi specializzati in *small cap* italiane e di un meccanismo di ACE potenziato a beneficio delle imprese destinate alla quotazione.

Nell'ambito degli strumenti volti a facilitare l'accesso diretto delle imprese al mercato, il decreto legge n. 179 del 2012 ha introdotto, tra l'altro, la possibilità di raccogliere capitali di rischio tramite portali *online* — il cosiddetto *equity crowdfunding* — a favore di una specifica categoria di soggetti imprenditoriali, le cosiddette *start-up* innovative.

Al fine di creare un ambiente affidabile, in grado di dare fiducia agli investitori, il decreto cosiddetto « Crescita-bis » (decreto-legge n. 179 del 2012) ha, quindi, delegato alla Consob il compito di disciplinare alcuni specifici aspetti del fenomeno, le modalità di svolgimento dell'offerta al pubblico di capitale di rischio, tramite portali *online*, e l'attività di gestione dei medesimi.

Il 26 giugno scorso la Consob ha adottato un Regolamento in materia di *equity crowdfunding*, prevedendo una serie di norme volte ad assicurare un adeguato livello di tutela dell'investitore non professionale — questo è un tema che ritengo rilevante — con specifico riferimento ai rischi associati all'adesione di offerte di capitale tramite portali *online*, che, ovviamente, sono meno facilmente controllabili rispetto a chi offre professionalmente questo tipo di servizi.

Al riguardo segnalo che è stata autorizzata, proprio pochi giorni fa, la prima iscrizione di una società gestore al Registro dei portali. Forte interesse al tema è manifestato dalla circostanza che sono oggetto di prossima presentazione nuove richieste. Si tratta di un fenomeno nuovo, che inizia a crescere. Bisogna vedere come poi si svilupperà nel futuro.

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 dell'applicazione di discipline già esistenti, come

quelle di appello al pubblico risparmio. Trattandosi di una disciplina innovativa, credo che bene abbia fatto il legislatore a disporre una regolamentazione, tesa soprattutto a garantire i risparmiatori, in primo luogo, e poi a favorire questo nuovo tipo di fenomeno.

I *credit fund* — passiamo a un altro strumento — 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.

I *credit fund* sono potenzialmente in grado di coniugare i vantaggi derivanti dalla raccolta diretta dagli investitori istituzionali, aggirando, in questo modo, i limiti di espansione degli attivi bancari, di cui ho parlato sopra, e coniugando a questi vantaggi quelli derivanti da una politica degli impieghi focalizzata principalmente nell'individuazione delle migliori opportunità di investimenti in un diversificato portafoglio di *corporate bond*.

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 *minibond* che di recente sono state adottate con l'emanazione del decreto-legge n. 83 del 2012, il cosiddetto « decreto sviluppo ».

L'intervento legislativo ha ampliato gli strumenti di ricorso al mercato del debito per le società non quotate, anche di media e piccola dimensione, ovviamente con esclusione delle microimprese, e il provvedimento ha esteso la possibilità di emettere strumenti di debito a breve termine, le cosiddette cambiali finanziarie, e a medio-lungo termine, i cosiddetti « *minibond* », 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 dell'obbligazione

e dei titoli simili emessi da società non quotate a quello più favorevole delle società quotate e ha, quindi, creato una sorta di livellamento del piano di gioco. In attesa di valutare la reale efficacia di questo intervento, quando saranno disponibili dati più consolidati, alcuni studi recenti stimano che le emissioni di *minibond* potrebbero raggiungere i 20-30 miliardi di euro e interessare una platea di circa 4.000 aziende. Se ciò si verificasse, sarebbe un fenomeno di tutto rilievo.

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. 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.

Una possibilità per far ripartire il mercato è quella di fare cartolarizzazioni standardizzate di crediti a piccole e medie imprese, tranne i titoli semplici, e di centralizzare l'attività per tutto il sistema bancario su un unico veicolo. Questo consentirebbe di evitare il ripetersi di rischi che si sono verificati nel passato.

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 un'implicita garanzia pubblica, come avviene per tutte le banche e i soggetti finanziari, cosiddetti « *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.

Un altro strumento di accesso al credito, da parte delle piccole e medie im-

prese, è rappresentato dai Consorzi di garanzia collettiva fidi, i cosiddetti Confidi, che rappresentano un meccanismo, a disposizione delle imprese associate, teso a 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.

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

Mi sono limitato ad illustrare una serie di strumenti che, in alternativa al sistema del credito bancario, potrebbero essere funzionali al finanziamento delle imprese e al rilancio del sistema produttivo. I tempi che ci troviamo di fronte, signor Presidente, onorevoli deputati, presentano rischi, ma anche opportunità che occorre cogliere. Gli investitori internazionali si stanno riaffacciando sui mercati europei e, in particolare, su quelli periferici.

Condizione essenziale, tuttavia, per agganziare 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 a un'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 di 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 condotte più orientate al mercato. In questo modo, sarebbe possibile concentrare risorse finanziarie e 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.

**PRESIDENTE.** Grazie a lei, presidente. Abbiamo un tempo limitato, di circa mezz'ora, per cercare di raccogliere domande brevi e consentire all'audito di rispondere. Ho visto segnalarsi già i colleghi Villarosa e Pesco. Via via raccoglierò le altre richieste di interventi, con la preghiera, però, di contenerli a un minuto ciascuno, in modo da lasciare il tempo per le risposte.

Do la parola ai deputati che intendano intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

**ALESSIO MATTIA VILLAROSA.** Volevo chiederle, visti il caso MPS e la multa che avete ricevuto, come vi state organizzando per evitare che quanto già avvenuto accada di nuovo, ossia per riuscire ad operare una vigilanza, considerato che, comunque, già eravate a conoscenza della qualità dei titoli prima dello scoppio del caso. Come Consob, vi state già organizzando per rimodulare l'attività di vigilanza?

**DANIELE PESCO.** Innanzitutto, grazie per la relazione. Visto che abbiamo parlato di dimensioni medie delle imprese italiane, osservo che l'Italia è caratterizzata da un gran numero di imprese medie e piccole, ma che esiste anche un piccolo numero di grandi gruppi. Il caso Telecom è sotto gli occhi di tutti, in queste settimane. Noi ci chiediamo se questi grandi gruppi vadano tutelati dalla scalata di azionisti rilevanti, ma che detengono piccole quote.

In particolare, ci interessa sapere se anche Consob ritiene opportuno fissare una nuova soglia per l'OPA obbligatoria, inferiore a quella del controllo del 30 per cento, visto che piccoli azionisti rilevanti riescono, comunque, a controllare, di fatto, grandi gruppi. Lo chiedo anche al fine di tutelare i piccoli azionisti e il Paese intero, visto che, in questo caso, si parla di un servizio strategico per la nazione.

Inoltre, ho una domanda veloce sul *crowdfunding*. Volevo chiedere come giudicherebbe l'ipotesi di estendere la nozione di *start-up* innovativa, al fine di consentire l'ampliamento del *crowdfunding* a più soggetti.

**MARCO DI MAIO.** Signor Presidente, ringrazio anch'io il presidente Vegas per la relazione. Vorrei porre due rapide domande. La prima è se ci sono progetti o iniziative in atto, ulteriori a quelli citati, per favorire la quotazione anche di nuova impresa attraverso sgravi e interventi che riducano il costo di quotazione. Inoltre, vorrei una valutazione, se possibile, dei riflessi che l'introduzione della *Tobin tax* sta avendo sull'operatività del mercato.

**GIOVANNI PAGLIA.** Le audizioni di Consob oggi, e di Banca d'Italia la settimana scorsa, lasciano quasi indulgere a un certo scoramento, sotto alcuni aspetti. Si ha l'impressione che le diagnosi siano note, che gli strumenti che dovrebbero essere impiegati sono altrettanto noti, ma che si abbia una difficoltà immensa a trovare soluzioni. In particolar modo, mi riferisco alla questione relativa al carattere bancocentrico delle imprese italiane e alla difficoltà a trovare canali di finanziamento alternativi, nonché all'eccessivo sottodimensionamento delle imprese e alla loro sottocapitalizzazione.

Tutto questo, personalmente, mi farebbe pensare che, come è stato anche detto, un possibile indirizzo potrebbe essere quello di favorire l'accesso alla Borsa, non tanto per l'accesso al mercato azionario, quanto per la possibilità di accedere più facilmente al mercato obbligazionario, almeno per le medie imprese italiane. Nella precedente audizione, Banca d'Italia ci ha riferito che, a parità di aziende, in altri Paesi europei, come la Francia, la percentuale di quotato è significativamente molto più alta. Immagino che risulti anche a voi lo stesso dato. Parliamo di media impresa.

Rispetto alle soluzioni che ci avete suggerito, vi inviterei a tornarci su, perché poi dovremo prendere alcune decisioni.

Credete, in particolar modo, che la questione degli incentivi fiscali sia significativa? Io ho l'impressione, invece, che il problema stia più dall'altro lato e che sia anche più difficile da risolvere: consiste, forse, nella paura di perdere il controllo, di avere una *compliance* più adeguata e anche di introdurre una maggiore trasparenza, come ho affermato anche l'altra volta, nei bilanci? Questo significa, infatti, quotare un'azienda.

Come si risolvono questi problemi? Io ho l'impressione che, solo col volontarismo e con gli incentivi, non andiamo assolutamente da nessuna parte. Se ci sono anche altre ipotesi di soluzione, accettiamo consigli. Diversamente, sarà difficile ragionarci.

SEBASTIANO BARBANTI. Signor Presidente, ringrazio il presidente Vegas per essere qui. Abbiamo parlato di *minibond*, di *crowdfunding*, di *credit fund* e degli strumenti più disparati, usati dalle banche, in molti casi, per aumentare il capitale per via interna. Tutti questi strumenti rischiano di rappresentare un *vulnus* alla tutela degli investitori, anche perché vengono tutti contemporaneamente, in maniera piuttosto massiccia, e spesso direttamente, ribaltati sui consumatori. Vorrei chiedere, come prima domanda, se avete previsto, o se state già attuando, alcuni accorgimenti organizzativi per rispondere, in maniera più tempestiva rispetto al passato, a tutte queste sollecitazioni, che interessano soprattutto gli uffici di stampo prettamente tecnico.

Ho poi un'altra domanda. Mi sembra che, all'interno del regolamento del *crowdfunding*, non sia previsto un limite temporale per il « famoso » 5 per cento degli investitori istituzionali. Mi chiedevo se potesse essere una buona idea quella di vincolare quel 5 per cento a un *tot* di tempo ben definito, per evitare che l'investitore istituzionale possa, al tempo T, sottoscrivere e, al tempo T + 1, ossia immediatamente dopo, recedere dalla sottoscrizione.

ITZHAK YORAM GUTGELD. Io ho una domanda che riguarda la bassa capitaliz-

zazione delle imprese in generale. Noi abbiamo imprese con una struttura di finanza molto più legata al finanziamento esterno che non a quello proprio. Questo è vero per tutte le aziende e riguarda, credo, anche quelle quotate. Per quanto riguarda proprio queste ultime, mi domando, prima di tutto, che tipo di interventi può prefigurare per ovviare a questo problema. In particolare, il tema che è stato accennato, in un altro contesto, consiste effettivamente nei meccanismi di controllo previsti in Italia sulle cosiddette « scatole cinesi », le quali favoriscono situazioni in cui gli azionisti controllano con pochi capitali.

Volevo sapere se, non solo nell'ottica della tutela degli azionisti di minoranza, ma anche in quella di rendere le aziende più capitalizzate, non sia opportuno ripensare, limitare o introdurre norme che disciplinino meglio questa situazione.

DANIELE PESCO. Volevo chiedere ancora se lei ritiene idoneo il lavoro che Consob sta facendo sull'analisi e sulla vigilanza dei patti tra azionisti, che, a volte, sono palesi e, a volte, sono occulti, e se non consideri magari di buon auspicio un'attività del legislatore che tuteli gli interessi, sia degli azionisti, sia dei cittadini.

PRESIDENTE. Do la parola al Presidente Vegas per la replica.

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della CONSOB*. Grazie per queste domande molto stimolanti. Scusate se salto un po' da un tema all'altro.

Inizierei dall'onorevole Gutgeld, che ha aperto una questione molto interessante. È chiaro che molte società sono poco capitalizzate. Siamo davanti a una situazione difficile, ma che presenta alcune opportunità. Per esempio, il vecchio meccanismo di potere consolidato, di scatole cinesi, dei cosiddetti « salotti buoni », si sta sgretolando da solo. Tale sgretolamento comporta un'apertura del mercato. Sarebbe sciocco non approfittare di questa circostanza per cercare di schiac-

ciare l'acceleratore su tutte le misure possibili che possano portare a un'apertura del mercato.

È vero che, e questa è un'obiezione che è stata mossa da alcuni intervenuti, se il cavallo non beve, non beve. Se la situazione è reputata dagli investitori e dalle imprese come non valutabile positivamente, almeno nel medio periodo, è difficile che, per quanto si possano offrire strumenti, come detassazioni o un ampio « menù » di altre misure, la situazione si risolva.

È anche vero, però, che, se cambia un po' il clima economico — abbiamo avuto alcuni segnali; non lo dico io, ci mancherebbe, bensì istituti molto più importanti, a cominciare dal Fondo monetario internazionale e dalla Banca centrale europea — e se ci sono alcuni segnali di ripresa, a nostro avviso, è opportuno fornire una sorta di « menù » in cui la fame di capitalizzazione possa trovare il prodotto corrispondente.

Sotto questo profilo, sia gli istituti che mi sono permesso di illustrare, ancorché rapidamente — si tratta di un elenco dello stato dell'arte, non di un elenco onnicomprensivo ed esaustivo — sia gli incentivi di carattere fiscale, potrebbero dimostrarsi utili. Ciò, ovviamente, non significa che, se le aspettative degli investitori non esistono, o sono negative, si possa introdurre qualunque incentivo di carattere fiscale. Non succederebbe assolutamente niente. Si tratta di cercare di preparare il sistema.

Le piccole e medie imprese presentano problemi finanziari, che si legano anche a problemi di carattere culturale. Ci sono problemi finanziari, che dipendono dalle difficoltà di queste imprese ad accedere a un mercato di capitali efficiente. Fino ad oggi hanno sostanzialmente funzionato con il sistema delle banche.

Le banche, come abbiamo visto, hanno difficoltà che derivano dalla crisi e dalle regole — non poteva essere altrimenti — più stringenti che sono state assunte a livello della Banca centrale europea e, quindi, anche dalla Banca centrale nazionale, per garantire di più il mercato ed evitare rischi di fallimenti a catena di

istituti sistemici. Si tentava di assicurare una maggiore sicurezza, soprattutto per i risparmiatori e per i mercati, ma ciò ha comportato effetti in termini di diminuzione del credito erogabile. È opportuno trovare uno strumento che, rispetto alla diminuzione di questo credito, favorisca un maggior credito al suddetto tipo di imprese.

Queste imprese incontrano maggiori difficoltà ad accedere al mercato finanziario, perché sono meno conosciute e possono emettere titoli meno liquidi. Bisogna trovare una strada di passaggio, che è quella delineata in questo documento, redatto da noi insieme ad altri, nell'ultimo periodo.

Questa strada e i relativi passaggi, in sostanza, in che cosa consistono? Consistono nel creare un sistema in cui i fondi studiano e fanno emergere le medie imprese. Non parliamo proprio delle piccole imprese, perché sono troppo piccole, ma di quelle medie, che, per esempio — e adesso ne abbiamo tante — esportano buona parte del loro fatturato, ma sono prive dei capitali necessari per incrementare la propria quantità di prodotti.

Se si devono aggredire mercati importanti, a volte, il fattore dimensionale è molto rilevante. Se non si riesce a superare questo, può essere proprio impossibile entrare in quei mercati. Per questo scopo servono capitali. Una soluzione potrebbe essere creare un sistema di fondi che riconosca le imprese potenzialmente in crescita, le segua e le accompagni in un percorso di mercato nel quale tali imprese, attraverso un sistema di *private equity*, abbiano finanziamenti, controllati non solo dal padrone (come si diceva una volta) dell'impresa, ma anche da un gestore più manageriale, per poi sboccare eventualmente in un sistema di quotazione ed in una piattaforma ridotta, non in quella principale.

Questo potrebbe, in parte, risolvere anche il problema « culturale » che è stato evidenziato da alcuni interventi. Non vi è dubbio che la struttura mentale dell'attuale titolare di un'azienda italiana di piccole dimensioni sia quella per cui

l'azienda è sua e intende gestirla di persona. Ciò comporta una serie di vantaggi, ma anche alcuni svantaggi, perché la gestione monocratica implica una difficoltà alla crescita.

Anche in questo caso — l'operazione non è semplicissima — bisogna far comprendere che la perdita di autoreferenzialità trova un *trade-off* nell'incremento del valore dell'impresa. Bisogna domandarsi se sia meglio essere padrone, al 100 per cento, di un'impresa che ha un fatturato di 10, oppure essere padroni, al 30 per cento, di un'impresa che ha un fatturato di 1.000 o 2.000.

Questo è stato fatto. Ci sono interessanti esempi, anche in Paesi europei. Si vede come in fondo — poiché si tratta di economia, è sempre l'elemento della convenienza quello che scatta — l'elemento della convenienza possa scattare anche in Italia e superare alcuni retaggi culturali, tenendo conto, peraltro, che ci troviamo in una fase di passaggio generazionale. Molte imprese stanno passando dal fondatore alle nuove generazioni, che hanno un approccio, anche culturale, diverso. Si tratta di un ulteriore fattore che può, insieme alla caduta del sistema dei « salotti buoni », alla necessità di finanziarsi per affrontare i mercati internazionali e ai segnali di ripresa che si intravedono da una parte e dall'altra, costituire la chiave di volta per passare a un sistema sostanzialmente diverso.

Venendo alle domande più specifiche, onorevole Villarosa, il Monte dei Paschi di Siena (MPS) è stata oggetto di attività di vigilanza da parte della Consob. In questa fase di maggiore difficoltà di mercato ci siamo orientati di più all'attività di vigilanza di quanto non avessimo fatto prima. Abbiamo anche spostato personale e modificato la struttura degli uffici. Per esempio, prima c'erano tre uffici che si occupavano della gestione interna della Consob. Adesso sono stati concentrati in un ufficio unico, per cercare di spostare tutto il personale in grado di farlo, di svolgere attività « al fronte », piuttosto che nelle retrovie.

La questione Telecom è stata oggetto di un'audizione specifica al Senato, che non voglio dilungarmi a sunteggiare. La Consob non è il soggetto che decide quale disciplina imporre, ma in quella sede ho fatto presente che l'ipotesi di prevedere due soglie non sarebbe mal posta. Esiste, infatti, in altri ordinamenti, il riscontro sul controllo di fatto, rispetto a un controllo meramente quantitativo. Tale riscontro può, in molti casi, soprattutto in quelli che sono davanti all'opinione pubblica, rivelarsi uno strumento efficace per far emergere il costo effettivamente sopportato da chi vuole acquisire il controllo dell'impresa.

Ciò non significa assolutamente, per essere chiari, che il nostro sistema di imprese debba avere una caratterizzazione nazionale, piuttosto che internazionale. Tutti siamo convinti che attirare capitali dall'estero sia fondamentale per il nostro sviluppo. Il problema non è che chi viene dall'estero fa sempre male. Può far male anche chi viene dall'Italia. Si tratta di costituire un sistema veramente di mercato, che non perpetui il meccanismo di salotti buoni, che abbiamo visto essere stato uno dei fattori che hanno portato alla stasi dello sviluppo del Paese.

Quanto al *crowdfunding*, credo sia un'esperienza nuova, da vivere. Siamo all'inizio e, quindi, non siamo in grado di esprimerci. Per come era nato nelle intenzioni iniziali, si trattava di un sistema molto libero, ma i risparmiatori vanno tutelati sempre e comunque. Per tale motivo sono stati fissati alcuni limiti quantitativi, in modo che, se, per caso, ci si trovi davanti a un portale non perfettamente trasparente, il limite della perdita sia contenuto e si possano evitare abusi. In ambito informatico moltissimi italiani sono molto esperti, ma ci sono anche persone, magari di una certa età, che non sono particolarmente brave e che hanno, a loro volta, il diritto di essere tutelate.

Onorevole Di Maio, sulla *Tobin tax*, per adesso, non ci sono esperienze empiriche certificate. Ci sono prese di posizione di associazioni, per esempio di fondi. Come tali, noi non le possiamo asseverare. In

altri Paesi si è verificato che un tipo di tassa del genere, più che turbare il mercato, disincentivasse l'investimento nel mercato mobiliare dove veniva applicato questo tipo di imposizione.

Ci sono anche alcuni problemi di copertura finanziaria, ossia di gettito, ma sono problemi di cui non mi occupo io. Sicuramente sarebbe bene che, qualunque tipo di imposta sui prodotti finanziari, trattandosi di beni molto mobili, anche in senso trasfrontaliero, venisse applicata nel maggior numero di Paesi possibili, in modo da realizzare un livellamento del campo di gioco e non creare disarmonie che possano spostare questo tipo di beni e di investimenti da un Paese all'altro.

L'onorevole Paglia ha posto il problema degli incentivi, su cui, in parte, ho risposto. Faccio presente che alcuni Paesi hanno definito un metodo che consente una maggiore presenza nei mercati mobiliari di fondi di strumenti illiquidi. Per esempio, la Polonia ha reso obbligatorio, ma questo è forse un passo un po' troppo in là, sul quale avrei dei dubbi, che i fondi pensione debbano avere una riserva, se non sbaglio, dell'ordine del 10 per cento, in fondi illiquidi di piccole e medie imprese. Questo ha consentito una grande crescita delle quotazioni in quel mercato ed un discreto sviluppo.

Non so se da noi sia proponibile il sistema dell'obbligo della riserva di investimenti in titoli illiquidi, ma la facoltà di prevedere una certa percentuale di strumenti illiquidi potrebbe essere utile anche, come dicevo prima, a favorire lo strumento dei fondi pensione, che credo sia molto rilevante.

All'onorevole Barbanti credo, più o meno, di avere risposto. Per la questione del 5 per cento probabilmente è ancora presto. Vediamo come si evolverà. Credo non sarà difficile, nel caso, prevedere un

intervento normativo. All'onorevole Gutgeld ho risposto in apertura e, quindi, penso di aver risposto a tutti gli interventi, che ringrazio.

PRESIDENTE. L'onorevole Pesco le ricorda la domanda sui patti tra azionisti.

GIUSEPPE VEGAS, *Presidente della CONSOB*. I patti tra azionisti sono sempre possibili, a condizione che siano dichiarati e registrati. Se non sono registrati, come è noto, il loro voto è nullo nelle Assemblee. Se tali patti sono segreti, o non resi noti al mercato, e servono a superare la soglia dell'OPA obbligatoria, noi indaghiamo. Se ci sono casi di questo genere, in caso di utilizzo di questi patti per governare la società, scatta automaticamente la soglia dell'OPA. Io credo che tutti i patti siano leciti, se sono noti. Se non sono noti, come per le società segrete, si inizia a sospettare del motivo per cui esistono. Gli strumenti per controllare comunque ci sono.

PRESIDENTE. Ringrazio il Presidente Vegas, il dottor Stazi, il dottor Siciliano e il dottor Pisu.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata dal Professor Vegas (*vedi allegato*) e dichiaro conclusa l'audizione.

**La seduta termina alle 14.40.**

---

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI  
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE

DOTT. VALENTINO FRANCONI

---

*Licenziato per la stampa  
il 28 novembre 2013.*

---

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO



ALLEGATO

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'ade guatezza 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 quotate o quotate la cui capitalizzazione, prevista o effettiva, sia inferiore ai 500 milioni di euro, e per quanto concerne le quotate, 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.