



ASSOLOMBARDA

# Il Credito e finanza per la crescita delle imprese e di





# **CREDITO E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE**



ASSOLOMBARDA

Il libro bianco è stato predisposto da Assolombarda, sotto la supervisione scientifica del professor Stefano Caselli (Economia degli Intermediari Finanziari, Università Luigi Bocconi), del professor Luca Erzegovesi (Economia e Management, Università di Trento) e del professor Marcello Messori (School of European Political Economy, LUISS Guido Carli di Roma).

*Per Assolombarda hanno partecipato ai lavori:*

Alessandro Bielli, Francesca Casiraghi, Sara De Faveri, Anna Garavaglia, Valeria Negri, Stefania Rossi, Stefania Saini.

*I tre gruppi di lavoro che hanno contribuito alla redazione del libro bianco sono composti da:*

*1 – Normativa bancaria:* Luca Bianchi, Fabrizio Guelpa, Umberto Piattelli, Ambra Redaelli, Giuseppe Sopranzetti, Gianfranco Torriero.

*2 – Capital Markets Union:* Andrea Crovetto, Emanuela Farris, Federico Favretto, Paola Fico, Paola Garibotti, Claudio Montefiori, Umberto Piattelli, Giovanni Solaroli, Maria Cristina Storchi, Diego Valiante, Sergio Zocchi.

*3 – La finanza al servizio delle imprese:* Giuseppe Acquistapace, Gabriele Barbaresco, Andrea Bianchi, Nicola Buonfiglio, Daniel Cloquet, Renzo Cordero, Luca Gattini, Giancarlo Guazzini, Mauro Iacobuzio, Massimiliano Lagreca, Enrico Moneta, Andrea Muti, Andrea Nuzzi, Lorenzo Pugassi, Ignazio Rocco di Torrepadula, Alessandro Vagnucci, Davide Vellani

*Lo Steering Committee del Progetto è stato coordinato da Renato Carli (CDI S.p.A) e composto da:*

Giano Biagini, Chili S.p.A

Alvise Biffi, Secure Network Srl

Laura Ferrari, Ferrari Giovanni Industria Casearia S.p.A

Carlo Ferro, Stmicroelectronics Srl

Mattia Macellari, C.A.T.A. Informatica Srl

Antonella Mangano, Spezzano Trasporti Srl

Massimiliano Riva, Interlem Srl

Andrea Siano, Argos S.p.A

Lorenzo Vimercati, Meccanica Vimercati Srl

Pubblicato: 22 ottobre 2018

## Introduzione

Con questo libro abbiamo voluto compiere una riflessione profonda sui problemi del credito alle imprese. Ma l'abbiamo voluta svolgere al di fuori di ogni logica "sindacale", per così dire. È fin troppo evidente che non ha molto senso limitarsi alla constatazione e alla lamentazione del persistente segno negativo che gli impieghi alle imprese italiane registrano tuttora rispetto al 2007, e a quanto avvenuto nel post 2011.

Hanno pesato tantissimo in questo fenomeno fattori diversi e concomitanti. La maggior esposizione alla crisi del nostro Paese, in termini di perdita di prodotto, e produzione industriale. Ma ha pesato tantissimo soprattutto il mutare dell'orizzonte stesso dei requisiti per "fare banca". La necessità per il sistema bancario di riorientarsi su regole diverse, innanzitutto di rafforzamento patrimoniale: è cambiata l'idea stessa di patrimonio di vigilanza, non solo innalzandolo ma inserendovi *buffer* via via aggiuntivi per fronteggiare scenari di crisi acuta, e sempre più stringenti sulla qualità del patrimonio più agevolmente liquidabile. E questo ha comportato un ulteriore problema particolarmente rilevante nel nostro Paese, quello sulla "pulizia" degli attivi bancari dalla massa di NPL, in tempi rapidi contro cui confliggono i tempi lunghi del nostro sistema di giustizia civile. Il nuovo orizzonte della vigilanza unica europea, per i maggiori istituti di credito. La BRRD, con la nuova disciplina sulle risoluzioni bancarie imperniata sul *bail-in*. E via via il nuovo orizzonte regolatorio determinato dalla *Capital Markets Union*, fino all'entrata in vigore in questo 2018 della MIFID2 sulla trasparenza dei servizi finanziari, della PSD2 in materia di pagamenti digitali e portabilità dei dati, e alla GDPR sulla loro tutela.

È la consapevolezza di quanto sia mutato negli ultimi anni il quadro entro il quale si muovono gli intermediari finanziari e del credito, ad aver spinto Assolombarda ad una riflessione comune che ci ha visto coinvolgere direttamente in un confronto aperto

tutti gli attori del sistema, dalle banche agli investitori istituzionali ai maggiori accademici italiani in materia di finanza e credito.

Per questo il libro parte da una riflessione approfondita del nuovo quadro di regole bancarie, soffermandosi anche sulla necessità di fare piena attuazione al terzo Pilastro dell'Unione Bancaria, per poi articolare una serie di proposte sulla necessità di determinare insieme e in maniera cooperativa alcuni grandi passi avanti, per rimediare agli evidenti limiti che nell'attuale sistema eccessivamente bancocentrico vedono le imprese fortemente limitate nel loro fabbisogno di capitale aggiuntivo di rischio, e in più col nuovo rischio di veder salire gli oneri del proprio debito, visto che lo spread accresce il costo del funding bancario sia attraverso il canale obbligazionario, sia sull'*overnight*.

Ci limitiamo qui a richiamare in prospettiva, tra le tante proposte, quelle che sono più sfidanti sull'orizzonte di ciò che in Italia possiamo fare noi stessi, a prescindere cioè da interventi pur necessari e opportuni che richiedono processi e decisioni regolatorie in ambito europeo, si tratti della garanzia comune ai depositi bancari oppure di una ridefinizione dei criteri identificativi delle Pmi, che attualmente ci vedono penalizzati nell'accesso al credito come ai mercati finanziari.

Il futuro prossimo di fronte a noi vede in Europa tassi bassi, come confermato recentemente dalla BCE, a maggior ragione a fronte del rallentamento ormai rilevante della crescita. Gli effetti della fine del QE. *Capital requirements* bancari in via di graduale aumento. Costi di compliance bancaria accresciuti per effetto della MIFID2, che ha un forte impatto sul modello tradizionale di raccolta e gestione del risparmio. Il Fintech sulla via del decollo, ulteriore vettore di compressione dei margini tradizionali di intermediazione.

Sono tutti fattori che rischiano di aggravare la corrente situazione che vede le imprese italiane molto scarse di *private equity* per rilanciarle (meno di un quarto dell'analogo flusso annuale in Germania e Francia, in percentuale sul PIL), e scarsis-

sime di *venture capital* per finanziarne l'innovazione (un nono rispetto alla Francia e un undicesimo rispetto alla Germania).

Gli strumenti innovativi varati in questi ultimi anni per ovviare a tali pesanti limiti hanno registrato effetti positivi, tuttavia contenuti e anche con qualche evidente criticità.

Il successo della raccolta dei 70 strumenti d'investimento PIR compliant nel 2017, per rafforzare l'*equity* delle Pmi italiane, ha sì rimpolpato in maniera rilevante la raccolta del gestito bancario, ma è andata solo in piccolissima parte alle piccole imprese italiane, mentre ha determinato crescenti condizioni di bolla per diversi titoli quotati nei segmenti *Small Cap*, *Star* e AIM di Borsa Italiana. Le quotazioni iniziali sull'AIM hanno finito per riguardare non piccole imprese ma le SPAC, cioè i veicoli d'investimento che raccolgono i fondi liquidi per solo successivamente selezionare le eventuali nuove piccole imprese "quotande".

I *minibond* introdotti nel 2012, a propria volta, fino a giugno 2018 avevano raccolto circa 3,7 miliardi di euro con poco più di 450 emissioni: stiamo parlando cioè di un risultato certo utile ma larghissimamente al di sotto della platea di imprese che vanno obbligatoriamente considerate come soggetti potenziali da instradare al *funding* obbligazionario non bancario.

Ecco perché puntiamo a discutere con tutti gli intermediari finanziari, le numerose proposte che qui trovate: idee molto dettagliate e sviluppate grazie alla competenza e professionalità dei partecipanti ai tavoli di lavoro, che ringraziamo.

Da un punto di vista più generale ci sentiamo di proporre quattro idee-manifesto, trasversali alle proposte qui contenute, che rappresentano sfide che lanciamo a noi stessi come Associazione e come imprenditori.

Primo: rendere più fluido il rapporto tra banche e imprese, creando corsie più veloci in particolare per le PMI. Per l'accesso al credito, i *big data* possono rappresentare una leva potente abbatti-rischio rispetto agli algoritmi di Basilea e ai meri eppur necessari indicatori di bilancio. Con *Internet of things* e la sen-



soristica avanzata che rappresenta l'architrova di Industria 4.0, avviene un balzo tecnologico che trasforma radicalmente l'organizzazione e la gestione della produzione a ogni livello di *input* intermedio, ridefinisce e precisa in maniera rigorosa le catene del valore, consente salti quantici nell'individuazione e ottimizzazione di catene distributive e commerciali, nella customizzazione del prodotto e dunque nella gestione di scorte e capitale circolante, nella *customer care* e *customer satisfaction*. Il *data mining* diventa leva non solo necessaria ma fisiologica della stima di creazione del valore per ogni offerta di beni e servizi. Per questo proponiamo agli intermediari finanziari di realizzare esperimenti di assunzione di questo immenso patrimonio di nuovi dati gestionali come nuovo driver da affiancare ai metodi tradizionali di valutazione del rischio di credito: la condivisione totale con i soggetti interessati al *lending* determina per il prestatore l'abbattimento del rischio di deterioramento del credito, e per il prenditore la certezza pressoché assoluta del ciclo di finanziamenti su cui poter contare, come del factoring a maggior ragione ora che diventa obbligatoria la fatturazione elettronica tra privati. È un metodo *win win* per ambo le parti.

Secondo: promuovere l'aggregazione come fattore di successo anche nell'accesso ai mercati finanziari, estendendo su vasta scala le filiere e le catene del valore come soggetti collettivi che abbiano accesso al credito e alla finanza più in generale. L'esempio concreto da perfezionare ed estendere è quello rappresentato dall'ELITE Basket Bond realizzato a fine 2017, con l'accordo tra segmento ELITE e un istituto di credito per la creazione di uno *Special Purpose Vehicle* che ha emesso una *Asset Back Security* avente come sottostante le obbligazioni emesse da un gruppo d'impres e cedute allo stesso SPV, con un collaterale liquido di ciascuna. È un esempio valido in questo caso per l'accesso al mercato obbligazionario di piccole imprese, ma da ampliare anche al di fuori dai segmenti quotati, per abbattere il maggior rischio che su ogni piccolo emittente il mercato fa gra-

vare all'origine. Oltre che per superare l'attuale difficoltà delle piccole imprese ad accedere a segmenti del mercato finanziario molto "sottili" cioè caratterizzati da forte illiquidità, stante la perdita complessiva di capitalizzazione di Borsa sul Pil italiano in questi anni di crisi. Tutto ciò è tanto più necessario in una congiuntura difficile che vede ricorrere a emissioni obbligazionarie solo i grandi gruppi italiani al mero fine di ristrutturare il proprio capitale, poiché di questi tempi si incorpora nell'emissione anche una quota di maggior rischio sovrano. Ma noi ci proponiamo di estendere tale sistema anche per l'accesso a piattaforme di *lending*, assistendo direttamente i nostri associati alla condivisione di *big data* di filiera da assumere come indicatori di minor rischio per il prestatore. Siamo convinti che le associazioni territoriali di Confindustria debbano sempre più mettere al servizio delle proprie piccole imprese questo genere di servizi di *consulting* finanziario diretto, per aumentarne l'appetibilità agli impieghi.

Terzo: credere e spingere nella rivoluzione Fintech, a cui spalancano le porte le nuove normative europee. Le imprese stesse per prime possono e devono dar vita in forma associata e con partner finanziari a piattaforme di *crowdfunding equity-based*, offrendo la sottoscrizione di capitale di rischio di chi vi si propone, o *lending-based*, offrendo denaro a titolo di prestito con titolo al rimborso remunerato da interessi, o di *invoice-trading*, piattaforme attraverso cui cedere fatture commerciali in cambio di anticipi di cassa, innanzitutto per chi si trova oggi escluso dallo sconto-fattura bancario. Nelle filiere, queste piattaforme di *crowdinvesting* possono essere altresì *reward-based*, cioè con ricompensa non finanziaria, ma realizzata attraverso lo scambio diretto di prodotti, semilavorati o servizi. Sono tutte piattaforme e canali di fatto alternativi se non integrativi rispetto ai circuiti di intermediazione tradizionale come quelli rappresentati dai fondi di *Venture Capital* e *Private Equity* e delle banche. Ma i dati offerti dall'Osservatorio *Crowdinvesting* del Politecnico di Milano mostrano che anche in Italia il *crowdfunding* rappresenta

una valida alternativa ed è in rapida ascesa anche in Italia per il finanziamento alle imprese, posizionandosi secondo l'Università di Cambridge al quinto posto in Europa in termini di volumi. Il campo è ampio e profondo, e merita una ulteriore riflessione cui ci impegniamo anche per il futuro.

Quarto: elaborare indicatori e criteri che diano forma concreta all'accompagnamento alle imprese verso la propria quotazione sui mercati finanziari. A questo scopo nel libro avanziamo una proposta che può vivere anche solo in una comune forma organizzativa statutaria, "dal basso", da promuovere tra i nostri associati, o che più utilmente sarebbe utile sussumere nel codice civile, come forma giuridica intermedia tra impresa "quotata" e "non quotata", e connotata in un triennio di successive graduali adozioni da parte delle non quotate di innovazioni che ne aumentino l'autocertificazione virtuosa agli occhi di intermediari e mercati finanziari: la nomina di un *Chief Financial Officer* che incida realmente oltre all'Amministratore Delegato nei processi decisionali; la presenza di amministratori indipendenti nel Consiglio di Amministrazione; un bilancio previsionale pubblico; una linea altrettanto pubblica e comunicata di accantonamenti degli utili futuri volti al rafforzamento patrimoniale della società. In un mondo che chiede sempre più a ogni piccola impresa di assumere caratteristiche di maggior trasparenza e *accountability*, avvertiamo come Assolombarda la necessità di dare forma concreta a questa esigenza: in modo cioè da assicurarne un riconoscimento oggettivo che ne aumenterebbe i vantaggi, e non sarebbe vissuta come un onere.

È ovvio che a queste proposte molte altre se ne affiancano nel libro. Ma intenzionalmente non abbiamo voluto qui soffermarci sull'altalenante disciplina degli incentivi e disincentivi fiscali, visto che in Legge di bilancio per il 2019 spariscono ACE e IRI, né spendere parole di circostanza lanciando appelli a investitori istituzionali come i fondi pensione, che nel panorama italiano riservano risorse molto limitate all'*equity* e al sostegno delle imprese.

Non ci interessano le querimonie sul passato. Ma disegnare orizzonti nuovi nei quali essere protagonisti. Perché il futuro è nelle nostre mani. E nessun imprenditore che si rispetti può pensare diversamente.

**Carlo Bonomi**

Presidente Assolombarda

**Renato Carli**

Presidente Gruppo Tecnico  
Credito e Finanza  
Assolombarda

## Indice

<b>Executive Summary</b>	14
<b>Parte 1 – Normativa Bancaria</b>	20
1. Il tema e i compiti del tavolo.	24
2. Normativa e vigilanza bancaria: una mappa concettuale.	25
3. La vigilanza bancaria.	31
4. La gestione delle crisi bancarie.	36
5. L'assicurazione dei depositi e il dilemma riduzione/condivisione dei rischi.	42
6. Il salto di qualità nella rappresentanza dell'Italia presso le istituzioni europee.	50
7. Regole di trasparenza e correttezza nei rapporti banca-impresa.	56
8. Il sistema delle garanzie pubbliche e mutualistiche.	67
9. Considerazioni conclusive.	75
<b>Parte 2 – Capital Markets Union</b>	76
1. Da dove si parte in Italia.	79
2. Le iniziative europee.	87
3. Cosa si sta muovendo in Italia.	93
4. Una nuova classificazione dei potenziali emittenti.	99
5. Possibili innovazioni negli strumenti.	106
6. Possibili innovazioni nell'accesso ai mercati.	112
7. Accesso indiretto ai mercati: i problemi aperti.	119
8. Interventi pubblici e incentivi fiscali.	126
9. Conclusioni.	133

<b>Parte 3 – Finanza a servizio delle imprese</b>	136
1. Gli obiettivi di fondo del lavoro.	139
2. Una catena del valore incompleta e la ricerca di un sistema finanziario pronto per nuove sfide.	144
3. Le proposte del gruppo di lavoro.	148
Box: Le scelte finanziarie delle Pmi di Milano, Lodi, Monza e Brianza	165

### Executive Summary

**1.** Nonostante gli elevati e crescenti margini di autofinanziamento, le imprese non finanziarie italiane denunciano – ancor più di quelle dell’Unione Economica e Monetaria Europea (UEM) – una forte dipendenza dal credito bancario. Ciò è legato al fatto che, pur in presenza della recente espansione dei mercati azionari dedicati alle piccole e piccolo-medie imprese e di quello dei *corporate bond*, in Italia la capitalizzazione di borsa è la più bassa fra i grandi paesi dell’euro area e l’incidenza dei debiti di mercato rimane al di sotto della media europea. Queste caratteristiche dell’economia italiana connotano, del resto, gran parte dei paesi europei della UEM quando confrontati con gli Stati Uniti o con il Regno Unito. Vi è quindi l’esigenza di ridisegnare e di ridurre la dipendenza delle imprese italiane ed europee dal credito bancario. Tale esigenza è diventata ancora più pressante dopo la crisi internazionale del 2007-2009 e quella europea del 2010-2013.

I tre rapporti, qui di seguito presentati, affrontano tre aspetti fra loro connessi: (i) esaminano le trasformazioni normative dei settori bancari e finanziari europei, finalizzate a renderli più resistenti rispetto a *shock* destabilizzanti quali quelli prodotti dalle crisi; (ii) valutano l’impatto delle nuove norme e regole sull’offerta finanziaria alle imprese nella UEM; (iii) si chiedono se le opportunità, aperte dai cambiamenti dell’euro-area, possano tradursi in un effettivo rafforzamento delle sezioni non bancarie dei mercati finanziari.

**2.** Riguardo al punto (i), le nuove regole tracciate dal *Financial Stability Board* e dal *Comitato di Basilea* hanno interessato soprattutto i gruppi bancari con operatività internazionale; il progetto europeo di Unione Bancaria ha esteso e approfondito l’impulso riformatore rispetto ai sistemi creditizi dell’euro-area. Di quest’ultimo progetto sono, oggi, pressoché completati i primi due pilastri (i meccanismi unici di vigilanza e gestione delle crisi bancarie), mentre resta incompiuto il terzo (l’assicurazione co-

mune dei depositi). Sarebbe, pertanto, opportuno accentrare le funzioni di assicurazione dei depositi (terzo pilastro) e di gestione delle crisi bancarie (secondo pilastro) presso un'unica Autorità europea che operi di concerto con le Autorità e i fondi di tutela nazionali. Un organismo così configurato dovrebbe disporre, come la *Federal Deposit Insurance Corporation* statunitense, di un robusto supporto finanziario pubblico e di poteri per monitoraggi e interventi precoci. Ciò ridurrebbe la probabilità di risoluzioni e, quindi, la rilevanza dei *Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities* (MREL) relativi alle passività esposte a *bail-in*.

Simili proposte, che comportano forme di condivisione dei rischi bancari a livello europeo, sono valutate con sospetto dai paesi centrali dell'euro area che richiedono una preventiva riduzione dei rischi nazionali. Per superare l'*impasse*, si tratta di concordare piani di riduzione dei rischi, legati ai crediti deteriorati e alle esposizioni sovrane delle singole banche, che abbiano appropriati orizzonti temporali e che si accompagnino – specie in paesi come l'Italia – al superamento di inefficienze e ritardi strutturali (tempi della giustizia, semplificazione amministrativa, ritardi nei pagamenti). Si tratta, inoltre, di rendere operative le molte innovazioni introdotte dal processo di *Capital Markets Union* rispetto alle sezioni non bancarie dei mercati finanziari europei.

**3.** Tali novità normative e regolamentari non dovrebbero sopprimere la diversità dei modelli bancari di *business*, che connotano l'euro area e che andranno peraltro adeguati ai cambiamenti imposti dalla rivoluzione digitale. Esse dovrebbero, inoltre, essere utilizzate per facilitare rapporti creditizi nei quali banche e imprese interagiscono come *partner* anziché come antagonisti. Al riguardo sarebbe utile rafforzare in Italia, compatibilmente con i vincoli europei, le garanzie pubbliche (Fondo centrale di garanzia) e mutualistiche (confidi). Resta il fatto che il nuovo quadro regolamentare spinge verso una maggiore efficienza dell'offerta di finanziamento delle imprese (e delle famiglie); il che richiede un'articolazione di



## Executive Summary

questa offerta capace di adattarsi alle caratteristiche della domanda, utilizzando tutti gli strumenti finanziari disponibili.

Tale articolazione può essere declinata in modo realistico, utilizzando il modello del “ciclo di vita” delle imprese. L’offerta dei vari strumenti finanziari dovrebbe promuovere in Italia: una più forte presenza sul mercato delle imprese, a prescindere dalla loro dimensione; la trasformazione delle *startup* in imprese con un orizzonte duraturo; la crescita delle imprese (da piccole a medie, da medie a grandi). Di conseguenza, le aree di intervento dei mercati finanziari dovrebbero essere almeno cinque: incentivi per sostenere la “qualità del capitale umano”; creazione di uno statuto delle imprese “*private to public*”; la definizione di un equilibrio tra debito ed *equity* nel percorso di crescita delle imprese; l’estensione degli schemi PIR e dei fondi specializzati; cambiamenti rispetto alla definizione comunitaria di piccolo-media impresa per migliorare l’accesso agli schemi di finanziamento.

La prima area di intervento ha l’obiettivo di ‘educare’ le imprese a investire anche sulle risorse umane di qualità come elemento essenziale del proprio percorso. La seconda, che è direttamente collegata alla precedente, poggia su disegni legislativi senza comportare – almeno in prima battuta – il ricorso a risorse finanziarie pubbliche: la creazione di un nuovo ‘genere giuridico’ di impresa che certifichi la presenza di fatto di imprese (e di intermediari finanziari) con uno *status* a metà strada fra quello di aziende non quotate – e, quindi, ‘*private*’ – e quello delle società quotate – e, quindi, ‘*public*’. La terza e la quarta area di intervento hanno invece l’obiettivo di agire sulla composizione delle passività delle imprese, mirando a politiche più efficienti ed efficaci di indebitamento e di gestione del capitale proprio. Queste due aree dovrebbero orientare le scelte in un orizzonte di medio-lungo termine e rafforzare il capitale di rischio. Nel caso dell’*equity*, è necessario considerare non solo le prospettive delle imprese mutualitarie, ma anche quelle degli investitori che divengono critiche in specifiche fasi del ciclo di vita e, tipicamente, nelle fasi di *seed* e di *startup*.

4. Al fine di rendere più efficiente la composizione delle passività delle imprese italiane (specie delle piccole e piccolo-medie imprese) contemperandola con gli obiettivi degli investitori, non basta affidarsi all'elevato livello della ricchezza finanziaria detenuta dalle famiglie. Specie in Italia, l'allocazione dei portafogli finanziari delle famiglie non corrisponde, infatti, alle esigenze di finanziamento del settore produttivo; e, a fronte di una minore centralità delle banche, la debolezza degli investitori istituzionali e – in parte – di quelli professionali non assicura la ricomposizione di tale divario. A questo scopo, sarebbe necessario sviluppare nuovi strumenti finanziari e irrobustire i segmenti non-bancari dei mercati finanziari italiani ed europei.

Le innovazioni introdotte di recente in Italia (per es.: mini-bond, PIR), non sono state però dirimenti per le imprese di piccola e piccolo-media dimensione. Uno dei limiti fondamentali risiede nel fatto che tali innovazioni si sono mal adattate alle diverse caratteristiche dei potenziali emittenti. Risulta perciò necessario ridisegnare gli strumenti finanziari disponibili e combinarli in modi diversi, così da rispondere alle specifiche esigenze di finanziamento delle varie imprese. Soprattutto, risulta opportuno offrire a queste imprese accessi indiretti ai mercati dei *corporate bond* e delle azioni. Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate consentono ai potenziali piccoli e piccolo-medi emittenti obbligazionari di superare le diseconomie di scala e di scopo. L'intermediazione di fondi 'aperti' e 'chiusi' (incluse le *Special Purpose Acquisition Company* o SPAC) consente ai potenziali piccoli e piccolo-medi emittenti azionari di superare eccessi di costo e vincoli di liquidità.

Il principale risultato di tale impostazione consiste nel dimostrare che, a parità di altre circostanze, per le piccole e piccolo-medie imprese italiane l'accesso indiretto anziché diretto ai mercati finanziari è una soluzione 'dominante' (ossia preferibile) non solo per il debito, ma anche, pur se in forma più debole, per il capitale. Ciò non significa, tuttavia, che questa tipologia di impre-

## **Executive Summary**

se eviti ogni penalizzazione. A parità di robustezza patrimoniale e di redditività, i mercati tendono ad attribuire un rischio maggiore alle piccole e piccolo-medie imprese che alle grandi. Si apre così lo spazio per efficaci interventi statali e per il disegno di schemi pubblico-privati di incentivo in grado di correggere le distorsioni di mercato.



# **Normativa Bancaria**

**1**

A cura di  
**Luca Erzegovesi**

### **Abstract**

Nel decennio trascorso dallo scoppio della crisi nel 2008, i regolatori hanno riformato il sistema finanziario globale con l'obiettivo di renderlo più resistente agli *shock* destabilizzanti. Le nuove regole tracciate dal Financial Stability Board e dal Comitato di Basilea hanno interessato, in prima istanza, i gruppi bancari con operatività internazionale. Il progetto di Unione Bancaria Europea ha propagato l'impulso riformatore ai sistemi creditizi nazionali dell'Eurozona. Di quel progetto sono oggi pressoché completati i primi due pilastri (i meccanismi unici di vigilanza e gestione delle crisi bancarie), ma resta incompiuto il terzo (l'assicurazione comune dei depositi).

Questo è lo scenario nel quale il presente lavoro ha esaminato l'impatto della normativa bancaria sull'offerta di finanziamenti alle imprese e la correlata possibilità di conciliare la stabilità degli intermediari con un sostegno vigoroso all'economia. Gli argomenti sono stati articolati in tre ambiti tematici: normativa e vigilanza bancaria, trasparenza e correttezza nei rapporti banca-impresa e sistema delle garanzie.

Nel primo ambito si è trattato i *dossier* che rimangono aperti nel processo di completamento dell'Unione bancaria. Si è condivisa la proposta - avanzata dal Presidente delle Bce Mario Draghi - di accentrare presso una stessa Autorità europea le funzioni di assicurazione dei depositi (terzo pilastro) e di gestione delle crisi bancarie (secondo pilastro), che operi di concerto con le Autorità e i fondi di tutela nazionali. Un organismo così configurato dovrebbe disporre, come la FDIC statunitense, di un robusto supporto finanziario pubblico, nonché di poteri di monitoraggio e intervento precoce. Si potrebbero così rilegittimare gli interventi di

## Parte 1 – Normativa Bancaria

risanamento delle banche con utilizzo congiunto di risorse pubbliche e private. Verrebbe inoltre a ridursi la probabilità di risoluzione e quindi la rilevanza dei requisiti MREL relativi alle passività esposte a *bail-in*. L'enfasi sul cuscinetto di raccolta teso a garantire la "risolvibilità" di una banca di fatto ne complica i processi di *funding* e di erogazione del credito, a fronte di benefici per la stabilità futura tutti da dimostrare.

Rispetto al Meccanismo di Vigilanza Unico, si avverte la necessità di precisare e rafforzare il principio di proporzionalità dei controlli rispetto alle dimensioni e alla complessità degli intermediari. Simili proposte non sono condivise dai Paesi dell'Eurozona che pretendono un percorso di riduzione dei rischi che preceda la loro condivisione. Per superare l'*impasse*, non c'è alternativa a un dialogo franco e costruttivo che porti a concordare dei piani di riduzione dei rischi derivanti da crediti deteriorati ed esposizioni sovrane su orizzonti temporali realistici, in sinergia con programmi ambiziosi volti a superare inefficienze e ritardi strutturali (tempi della giustizia, semplificazione amministrativa, ritardi nei pagamenti). Per ricostruire fiducia e credibilità reciproca nei rapporti con l'Europa è richiesto un gioco di squadra tra istituzioni e *stakeholder* nazionali, sostenuto da eccellenti capacità di analisi e formulazione di proposte.

Il secondo ambito ha riguardato le regole di trasparenza e correttezza da applicare nei rapporti tra banche e imprese. Per prevenire le controversie, prima di adire i procedimenti arbitrali e giudiziali, va costruito un rapporto nel quale banche e imprese interagiscono come partner, non come antagonisti. La relazione deve essere fondata sulla fiducia e sulla messa in campo di competenze adeguate da ambo le parti. A questo fine risultano efficaci i servizi di accompagnamento nell'accesso al credito (come Bancopass di Assolombarda) e le iniziative volte a rafforzare l'*expertise* finanziaria (programmi formativi per CFO di medie imprese, consulenza continuativa per piccole imprese) con un'attenzione particolare verso le imprese in difficoltà.

Infine, il lavoro ha analizzato il Sistema delle garanzie pubbliche e mutualistiche, incardinate rispettivamente sul Fondo centrale di garanzia per le Pmi e sui confidi.

Si auspica una riorganizzazione del sistema dei confidi che porti all'affermazione di nuovi modelli di business, con aiuti pubblici che premiano la qualità e l'innovazione dei servizi e il trasferimento dei benefici all'impresa. Per questi scopi, e per diversificare adeguatamente i rischi, occorre promuovere confidi di dimensioni adeguate mediante processi di aggregazione, come è avvenuto in Lombardia per Confidi Systema!.

Il Fondo centrale di garanzia, oggetto di una recente riforma delle procedure di accesso, rappresenta il principale strumento di sostegno generalizzato al finanziamento delle Pmi. Si ritiene opportuno ampliare alle *mid-corporate* la platea delle imprese ammesse alla garanzia pubblica.



## **1. Il tema e i compiti del tavolo.**

La normativa bancaria ha un impatto sull'economia reale. In particolare, lo sviluppo degli impieghi bancari è condizionato al rispetto di requisiti patrimoniali dettati dalle regole di Vigilanza bancaria. Se da un lato questi presidi rafforzano la stabilità del sistema, dall'altro possono impattare sull'offerta di credito alle imprese e alle famiglie, rendendola più limitata e instabile. Il ridimensionamento dell'intermediazione bancaria prodotto da requisiti prudenziali più severi dovrebbe essere compensato dallo sviluppo di nuovi circuiti basati sui mercati dei capitali, secondo il disegno della *Capital Markets Union*. Si possono tuttavia determinare in questo passaggio dei vuoti di offerta di finanziamenti alle imprese, specie per i settori e le classi dimensionali che non hanno accesso a tali mercati.

Da queste chiavi di lettura sono derivati i compiti assegnati al tavolo di lavoro:

- analizzare i meccanismi di impatto della normativa bancaria sull'offerta di finanziamenti dal punto di vista di tutti i soggetti interessati (regolatori, banche, imprese);
- colmare la distanza tra regolatori e regolati, per facilitare la ricerca di soluzioni per conciliare stabilità finanziaria e finanziamento dell'economia in maniera virtuosa.

## **2. Normativa e vigilanza bancaria: una mappa concettuale.**

### **2.1 L'articolazione della vigilanza per funzioni.**

Il sistema di regolamentazione e vigilanza dell'intermediazione finanziaria può essere articolato *per mercati* (bancario, finanziario/mobiliare, assicurativo/previdenziale) e *per funzioni*.

Tra le funzioni, la più importante per la nostra analisi è quella di vigilanza prudenziale distinta in microprudenziale, tesa ad assicurare le condizioni di stabilità ed efficienza dei singoli intermediari, e macroprudenziale, orientata al monitoraggio e alla prevenzione dei rischi a livello di sistema. Se la vigilanza punta a ridurre la probabilità di dissesti bancari, la gestione delle crisi interviene al loro verificarsi per assorbirne gli impatti in maniera ordinata, ripartendone i costi tra gli investitori privati, il sistema bancario e la finanza pubblica. Vigilanza e gestione delle crisi sono strettamente legate alla funzione di assicurazione dei depositi bancari, con la quale concorrono a preservare la fiducia nel valore della moneta e nella continuità operativa del sistema dei pagamenti.

A seguito degli scandali che nei primi anni duemila e dopo il 2008 hanno coinvolto banche e società quotate, è cresciuta l'attenzione per la vigilanza sulle condotte degli intermediari che mira ad assicurare la legalità, la trasparenza e la correttezza dei comportamenti. Questa funzione comprende principalmente i controlli sulla trasparenza bancaria, sulla prestazione dei servizi di investimento, sulla prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo.

Banche e mercati finanziari sono sottoposti anche alla regolamentazione della concorrenza e del mercato, affidata a organismi con competenze generali (la Direzione Concorrenza della Commissione europea e, a livello nazionale, l'Autorità garante della concorrenza e del mercato). In quest'ambito rientra la funzione di tutela del cliente, che si colloca pertanto in un'intersezione tra regolazione della concorrenza e delle buone condotte.

La vigilanza risulta interconnessa con la politica monetaria. Un sistema bancario mal vigilato e quindi fragile può ostacolare l'attuazione di politiche monetarie restrittive. D'altro canto una vigilanza troppo stringente può frenare lo sviluppo del credito, nel momento in cui questo è vincolato dalla dotazione di capitale. Le politiche monetarie non convenzionali attuate dopo la crisi finanziaria globale del 2008 hanno contribuito indirettamente, ma in modo determinante, a sostenere la stabilità del sistema bancario.

### **2.2 Il sistema dei regolatori/supervisor e la filiera di produzione normativa.**

Le zone di una mappa ideale tracciata lungo gli assi delle funzioni di vigilanza e dei mercati sono presidiate da una molteplicità di organi politici e amministrativi all'interno di un'architettura sovranazionale. I centri propulsori dei grandi disegni di riforma e armonizzazione normativa a livello globale sono il G20, il *Financial Stability Board* e i Comitati di Basilea presso la Banca dei regolamenti internazionali. In quelle sedi si producono documenti di indirizzo e di *soft law*, che sono poi adottati nelle varie giurisdizioni. Tra questi, spiccano per importanza gli Accordi sul capitale approvati dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

#### **→ Breve storia degli accordi sul capitale del Comitato di Basilea**

Il primo Accordo di Basilea (1988) introduce un sistema di requisiti patrimoniali minimi obbligatori, con il fine diretto di ridurre la probabilità di dissesto delle banche e così rafforzare la stabilità del sistema. Il fine sostanziale era tuttavia quello di disciplinare la concorrenza sul mercato bancario internazionale frenando lo sviluppo dell'operatività nelle giurisdizioni nazionali più permissive. Col primo accordo sul capitale, si afferma una metodologia di misurazione

delle esposizioni basata sulle attività ponderate per il rischio (*risk weighted assets*, RWA) e su coefficienti minimi obbligatori di capitale ad esse riferite, sintetizzati nel *Cooke ratio* dell'8%.

Con Basilea II (2004), si introduce una misurazione più selettiva degli RWA per consentire una maggior leva rispetto al capitale disponibile, condizionata alla qualità del *risk management*. Su pressione delle maggior banche internazionali, i regolatori accettano di calibrare e mediamente ridurre gli assorbimenti sugli attivi di migliore qualità in funzione dei rating delle Agenzie e ai "modelli interni" di stima dei rischi, tenendo fermo il requisito dell'8%, consentendo però di innalzarlo in casi specifici nell'ambito della supervisione prudenziale.

Basilea III (2010) è la risposta alla crisi finanziaria globale del 2007-2008, nella quale si palesano le falle dei sistemi di misurazione dei rischi e la scarsa efficacia del cuscinetto di capitale detenuto rispetto all'assorbimento delle perdite. Il nuovo accordo impone di aumentare la dotazione di capitale proprio di migliore qualità (*common equity*) e aggiunge al requisito base dell'8% una stratificazione di *buffer* macroprudenziali<sup>1</sup>, oltre a confermare il potere di prescrivere requisiti aggiuntivi caso per caso. Si introducono inoltre i requisiti di *leverage ratio* (riferito agli attivi non ponderati per il rischio) e di *liquidity ratio* (per rafforzare il cuscinetto di attività prontamente liquidabili e la provvista stabile).

Recentemente i paesi membri del Comitato hanno raggiunto un accordo per finalizzare Basilea III (dicembre 2017), conciliando le divergenze tra gli Stati Uniti, che puntavano a superare l'approccio *risk based*, e l'Unione Europea, che intendeva mantenerlo.

1 - Si fa riferimento al *Capital conservation buffer*, al *Counter-cyclical buffer* e al *buffer aggiuntivo richiesto alle istituzioni di importanza sistemica globale (G-SII) o nazionale (O-SII)*.

## Parte 1 – Normativa Bancaria

L'Italia fa parte di una giurisdizione sovranazionale, l'Unione Europea, nella quale gli accordi internazionali sono tradotti in norme di primo livello nelle forme della direttiva (da recepire in leggi nazionali) e del regolamento (direttamente applicabile negli stati membri). Nel processo legislativo dell'Unione Europea, Parlamento e Consiglio approvano i testi legislativi proposti della Commissione, che possono essere emendati con un processo di revisione concordata ("trilogo").

Le norme UE di secondo livello in materia bancaria coinvolgono un'Autorità amministrativa di settore, l'EBA (*European Banking Authority*, istituita col regolamento UE 1093/2010) che in forza di deleghe conferite nelle direttive e nei regolamenti emana norme tecniche di regolamentazione (*Regulatory Technical Standards*, RTS) e di esecuzione (*Implementing Technical Standards*, ITS). Direttive, regolamenti e norme tecniche costituiscono il *Single Rulebook* dell'UE in materia bancaria, ulteriormente arricchito da vari strumenti di interpretazione e indirizzo attuativo prodotti dall'EBA, nella forma di orientamenti (*guidelines*), raccomandazioni, rapporti, risposte a interpellanti (Q&A), metodologie di *stress test*. Come si avrà modo di esemplificare, tali strumenti di *soft law* dovrebbero limitarsi ad attuare tecnicamente le norme di primo livello, ma nella pratica possono assumere una valenza politica, in quanto indicano le modalità concrete con le quali sono conciliati gli interessi divergenti dei Paesi membri. Per quanto qualificata come "*Supervisory Authority*" l'EBA è principalmente un centro di produzione normativa. Si è inteso così superare lo stadio di armonizzazione minima perseguito dalle prime direttive in materia bancaria realizzando un effettivo *level playing field* per le banche dei diversi Stati membri.

La normativa bancaria europea ha tolto spazio alle competenze normative del nostro Parlamento e della Banca d'Italia. Le direttive e i regolamenti UE prevedono delle circoscritte discrezionalità nazionali che sono rimesse alle norme di recepimento o alle disposizioni di Vigilanza nazionali.

Il sistema di produzione normativa risulta così complesso e policentrico.

### **2.3 Il progetto di Unione Bancaria Europea.**

Nel perimetro dell'UE, si è realizzata un'integrazione più stretta tra i paesi dell'Eurosistema, che nel 2012 hanno dato vita all'Unione bancaria europea. Tale progetto nacque con elevate aspettative, in risposta alle crisi del debito sovrano esplose nei due anni precedenti, che coinvolsero anche l'Italia nel novembre del 2011. La Banca centrale europea dovette rispondere al rischio di una rottura della moneta unica con politiche monetarie non convenzionali. L'impegno proclamato da Mario Draghi nel giugno 2012 – “*We will do whatever it takes to preserve the euro*” – segna l'eccezionalità di quel periodo. In contropartita del massiccio impegno della Bce a sostegno del mercato dei titoli di Stato (con il programma di acquisti sul mercato secondario *Outright Monetary Transactions* (OMT) detto anche piano anti spread o salva Euro e il successivo *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) o piano di acquisti di titoli pubblici più noto con il termine Quantitative easing (Qe) dal 2015) e della provvista bancaria (con il rifinanziamento a lungo termine *Targeted Long Term Refinancing Operation* (TLTRO) a tassi minimi o negativi), i paesi membri dell'Eurozona accettarono di essere sottoposti a una Vigilanza unica dei sistemi bancari e a un sistema comune di gestione delle crisi. Sul fondamento di questi meccanismi condivisi di prevenzione e gestione dei rischi, dovevano maturare le condizioni per un sistema unico di assicurazione dei depositi che avrebbe realizzato un'unione monetaria compiuta.

Il progetto di *Banking Union* si regge pertanto su tre pilastri:  
1 – il Meccanismo unico di vigilanza bancaria (*Single Supervisory Mechanism*, SSM) operante sotto la responsabilità della Banca centrale europea nel quadro normativo definito dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, così come tra-

## Parte 1 – Normativa Bancaria

dotta nella direttiva 2013/36/UE Crd IV (*Capital Requirements Directive*) e nel regolamento 575/2013 Crr (*Capital Requirements Regulation*) e nelle disposizioni attuative e linee guida dell’Autorità bancaria europea (Eba) e dei supervisori (Bce e Banca d’Italia);

2 – il Meccanismo unico di risoluzione (*Single Resolution Mechanism, Srm*) posto sotto la responsabilità del *Single Resolution Board (SRB)* con competenza nella gestione delle crisi bancarie ai sensi della direttiva 2014/59/UE nota come *Brrd (Bank Recovery and Resolution Directive)* con la disponibilità di risorse di seconda linea a supporto dei fondi nazionali accentrati presso il *Single Resolution Fund (Srf)*;

3 – il Sistema europeo di assicurazione dei depositi (*European Deposit Insurance Scheme, EDIS*), oggetto di una proposta formulata dalla Commissione nel novembre 2015<sup>2</sup>, che punta a integrare e a supportare i sistemi di garanzia nazionali (*National deposit guarantee schemes, DGS*) già sottoposti ad armonizzazione normativa mediante la Direttiva 2014/49/EU.

I primi due pilastri sono ormai operativi. Il percorso di attuazione del terzo sta incontrando i maggiori ostacoli: le tappe prospettate nella proposta del 2015 (riassicurazione, coassicurazione e infine assicurazione piena a livello europeo) sono state riscadenziate o sospese. L’architettura complessiva della *Banking Union* è peraltro oggetto di un ripensamento nel dibattito ancora aperto sul futuro dell’Unione economica e monetaria, nel quale gli Stati membri sono alla ricerca di un difficile accordo sulle istanze contrapposte di riduzione e di condivisione dei rischi finanziari.

2 – [https://ec.europa.eu/info/publications/commission-proposal-european-deposit-insurance-scheme-edis\\_it](https://ec.europa.eu/info/publications/commission-proposal-european-deposit-insurance-scheme-edis_it)

### 3. La vigilanza bancaria.

#### 3.1 I requisiti patrimoniali minimi e l'accordo del dicembre 2017.

Introdotti dall'Accordi di Basilea del 1988, i requisiti patrimoniali minimi obbligatori per il rischio di credito producono un impatto diretto e pervasivo sull'offerta di finanziamenti all'economia reale. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha approvato il 7 dicembre 2017 un importante accordo sulla finalizzazione delle riforme post-crisi di Basilea III. Le nuove regole, che dovranno essere recepite nelle varie giurisdizioni, entreranno in vigore dal gennaio 2022. L'accordo dà al mercato delle certezze sul quadro di regolamentazione prudenziale su un orizzonte di lungo termine. Una volta a regime (nel 2029) contribuirà a ridurre la variabilità dei requisiti patrimoniali tra giurisdizioni e tra gruppi bancari, scoraggiando l'uso aggressivo e opportunistico degli approcci più sofisticati per fini di *capital saving*.

La novità più rilevante, che ha richiesto un sofferto negoziato tra USA (favorevoli) e Francia, Germania, Olanda, paesi scandinavi e Giappone (contrari), riguarda il cosiddetto *output floor* applicato alle banche autorizzate all'uso dei sistemi di rating interni. Tale dispositivo limita la riduzione ammessa dei requisiti di capitale rispetto ai coefficienti regolamentari del metodo standardizzato. Il limite sarà introdotto dal 2022 nella misura ridotta del 50% e con incrementi progressivi salirà al 72,5% nel 2029.

Sulle banche che adottano il metodo standardizzato, l'impatto sarà meno intenso e tendenzialmente favorevole, con una riduzione dei *risk weight* applicati a importanti classi di esposizioni, come quelle *corporate* della classe base di rischio BBB, dove il *risk-weight* è ridotto da 100% a 75%. Il credito *corporate* non deteriorato privo di rating resta ponderato al 100%, ma se concesso a Pmi il coefficiente scende all'85%. Resta la ponderazione al 75% per le imprese *retail*.



- Nell'Unione Europea, gli abbattimenti per le Pmi e le imprese *retail* saranno rafforzati dal c.d. *Sme supporting factor* già oggi previsto, che sarà esteso dalle modifiche del Crr in fase di implementazione a importi fino a 5 milioni di euro per impresa.

L'accordo del dicembre 2017 ha fugato i timori di una rottura del quadro globale di vigilanza bancaria costruito sull'accordo di Basilea del 1988. Gli Stati Uniti dopo la crisi del 2008 hanno maturato una visione critica nei confronti dell'approccio *risk based* di Basilea II. La revisione regolamentare avviata negli USA sotto l'Amministrazione Trump punta inoltre a graduare il peso della regolamentazione in funzione delle dimensioni e della complessità dei modelli di business, col fine esplicito di difendere il modello tradizionale delle *community banks* locali e i gruppi bancari di medie dimensioni, altrimenti destinati a soccombere nel confronto con gruppi più grandi e capaci di assorbire su un volume di affari maggiore i costi di *compliance* normativa.

Di contro, i regolatori europei hanno confermato la preferenza per l'approccio *risk based* e per i sistemi di rating interni. Per contrastare il possibile uso opportunistico dei rating interni, la Vigilanza Bce ha deciso di rafforzare le proprie competenze di *auditing* dei modelli, varando all'inizio del 2017 il progetto TRIM<sup>3</sup> (*Targeted review of internal models*). La posizione europea si giustifica per il maggior peso dell'intermediazione creditizia rispetto ai mercati dei capitali, che determina un maggior impatto dei nuovi *output floor*.

A livello di ricadute sul credito alle imprese, gli *output floor* non dovrebbero costituire un disincentivo all'impiego dei sistemi di rating interno. Infatti, i nuovi limiti regolamentari ridurranno i relativi benefici da minor assorbimento di capitale, lasciando però intatti i vantaggi conseguenti alla più accurata e trasparente classificazione del rischio di credito che tali sistemi consentono.

L'altro carattere distintivo della regolamentazione bancaria

3 – Ecb, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/trim.en.html>

europea rispetto a quella statunitense è dato dall'unitarietà del *corpus* normativo costituito da direttive e regolamenti comunitari (Crd IV e Crr) e dalla normativa secondaria dell'Eba e della Bce. Pur essendo previsti una differenziazione nelle norme della Crd soggette a recepimento nazionale e un principio di proporzionalità, sul piano concettuale (e spesso anche su quello pratico) si rileva una minor differenziazione dei regimi e degli adempimenti regolamentari in funzione delle dimensioni e della complessità gestionale delle banche. Tuttavia anche in Europa, come negli Stati Uniti, si percepiscono sintomi di disagio verso la pressione regolamentare eccessiva a carico delle banche di dimensioni piccole e medie, che nuocerebbe alla "biodiversità" dei sistemi bancari.

### **3.2 La supervisione prudenziale e la calibrazione discrezionale dei requisiti di capitale.**

Gli obblighi prudenziali che le banche devono rispettare non finiscono con i requisiti obbligatori di capitale (*Pillar 1* di Basilea II): si prevede in aggiunta una funzione di supervisione prudenziale (*Pillar 2*) sull'adeguatezza patrimoniale di ogni singolo intermediario, affidata alle Autorità di vigilanza. La Vigilanza Bce è competente per le istituzioni significative, che superano i 30 miliardi di euro di attività o altre soglie di rilevanza. Le cosiddette *less significant institutions* (LSI) sono vigilate dalla Banca d'Italia.

La supervisione prudenziale si esplica in due tipi di attività.

L'attività ricorrente, che interessa tutte le banche, è imperniata sul *Supervisory Review and Evaluation Process* (Srep), che consiste nella revisione annuale dei processi di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale e del rischio di liquidità svolti dalle banche nei resoconti *Internal Capital Adequacy Assessment Process* (ICAAP) e *Internal Liquidity Adequacy Assessment Process* (ILAAP).

Le attività non ricorrenti, svolte nei confronti di gruppi di banche o di singoli istituti, sono riconducibili alle campagne di *comprehensive assessment*. Queste comprendono l'*Asset Quality*

*Review (AQR)*, volta a verificare la corretta valutazione delle esposizioni creditizie, e gli esercizi di *stress test*. Lo *stress test*, sperimentato per la prima volta nel 2009, è una prova di resistenza delle condizioni di solvibilità a scenari avversi. Attualmente è svolto in due modalità: l'*Eba EU-wide stress test* riguarda un numero ridotto di banche significative (37 nel 2016) ed è coordinato dall'Eba in collaborazione con la Bce; l'*SSM Srep stress test* riguarda un maggior numero di banche significative (56 nel 2016) ed è coordinato dalla Bce. L'esito dello *stress test* può evidenziare un rischio potenziale di sottocapitalizzazione al ricorrere di circostanze avverse, al quale consegue la richiesta un piano di riequilibrio. Rientrano nelle attività non ricorrenti anche i tradizionali *controlli ispettivi*, effettuati su banche significative e non.

La valutazione Srep e gli *stress test* conducono a specificare dei requisiti patrimoniali aggiuntivi. A far tempo dallo Srep 2016 si è deciso di suddividere questa indicazione sul requisito di capitale aggiuntivo in due componenti:

- il *Pillar 2 Requirement (P2R)*, che è un requisito vincolante imposto dai supervisori per fronteggiare rischi non adeguatamente coperti dal capitale minimo obbligatorio;
- la *Pillar 2 Guidance (P2G)*, che rappresenta un'indicazione non vincolante riguardo al capitale eccedente i requisiti minimi di Pillar 1 e 2 di cui la banca dovrebbe disporre per fronteggiare gli scenari avversi stilizzati nell'esercizio di *stress test*.

L'impianto di supervisione prudenziale così configurato può produrre due tipi di effetti indesiderati:

- il primo è l'incertezza sui fabbisogni di capitale della banca, che può determinare l'instabilità del valore di Borsa dell'*equity* della banca stessa, fortemente influenzato dalla percezione di un rischio latente di sottocapitalizzazione;
- il secondo è l'appesantimento dei costi per le attività interne e di interlocuzione con le Autorità di vigilanza richieste dai vari processi; tale componente grava maggiormente, in termini di incidenza, sulle banche di medie dimensioni sottoposte alla

vigilanza della Bce; lo sforzo assiduo e intenso sulle attività in questione deriva dalla presenza stabile di un *team* dell'organo di supervisione presso la banca, oltre che dalla necessità di produrre numerosi documenti ed esercizi di valutazione (*recovery plan, profitability exercise, deep dive, strategic plan, scenario analysis, ad hoc stress test*) che impegnano stabilmente un nucleo consistente di personale della banca.

Nel nostro Paese, a far tempo dal 2014, il nuovo regime di supervisione ha contribuito a far emergere un numero significativo di casi di carenza di capitale. Questi sono stati affrontati con percorsi variegati, a volte conclusi con aggregazioni assistite da risorse del Fondo interbancario o dello Stato. Ne è conseguita una concentrazione dell'offerta bancaria, ulteriormente spinta dalle leggi di riforma delle banche popolari e delle banche di credito cooperativo. Si tratta di una conseguenza voluta in funzione di un consolidamento del sistema. Creare un *habitat* dove si affermino pochi gruppi bancari transnazionali, forti strategicamente e capaci di competere sui mercati finanziari globali, è la priorità dichiarata dei regolatori europei.

Occorre però vigilare sull'impatto che le politiche ispirate a questa visione producono sul resto del sistema bancario. I modelli di business bancari dovranno evolvere in ogni caso in risposta alle sfide delle tecnologie digitali, ma questo non implica l'accettazione di un unico modello oligopolistico che potrebbe lasciare scoperti i segmenti di domanda delle micro e piccole imprese.

## 4. La gestione delle crisi bancarie.

### 4.1 Le azioni internazionali contro il “rischio Lehman” e la risoluzione con *bail-in*.

Nel processo di riforma post crisi del quadro di vigilanza internazionale, si sono attuate azioni specifiche per assicurare la cosiddetta *risolvibilità* delle crisi di banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB), al fine di evitare nuovi casi Lehman di default bancari con effetti destabilizzanti che costringerebbero a massicci interventi di salvataggio a carico degli Stati.

Nella nuova filosofia di gestione delle crisi bancarie sistemiche, il deficit patrimoniale che emerge in una banca in dissesto deve essere ripianato dai creditori della banca stessa mediante *bail-in*, attuato mediante la riduzione del debito della banca o la sua conversione in capitale, limitando la protezione pubblica ai depositi assicurati. Il *bail-in* rende possibile una ristrutturazione rapida, analoga al Chapter 11 del diritto fallimentare USA, con lo scopo principale di preservare il valore dell'attivo dell'intermediario in crisi rispetto allo scenario di liquidazione. Nel caso del dissesto di una banca sistemica, è importante che le risorse attivabili mediante *bail-in* siano sufficienti non soltanto a coprire le perdite, ma anche a ricapitalizzare l'istituto, del quale deve essere assicurata la continuità operativa.

### 4.2 I requisiti Tlac e Mrel sulla dotazione di strumenti esposti a *bail-in*.

Condizione per la risolvibilità mediante *bail-in* è la presenza nel passivo delle banche di passività “disponibili” ad assorbire le perdite. Su queste premesse, G-20 e Financial Stability Board hanno deciso nel 2010 di introdurre i requisiti Tlac (*Total Loss Absorbing Capital*) per le banche G-SIB. Rientrano nella massa Tlac, in aggiunta al capitale regolamentare (CET1, AT1 e T2), forme di debito

formalmente senior, ma subordinate al resto del debito non assicurato, e pertanto idonee ad essere colpite dal *bail-in* senza rischi di ricorso da parte dei creditori.

Tra le giurisdizioni aderenti all'FSB, l'Unione Europea si è distinta per aver introdotto con la *Bank Recovery and Resolution Directive* (Brrd) un meccanismo di gestione delle crisi bancarie di generale applicazione, nel quale la risoluzione non è riservata agli istituti di rilevanza sistemica globale. Di conseguenza, è previsto un requisito minimo di passività soggette a *bail-in*, denominato Mrel (*Minimum Requirement of Eligible Liabilities*) per tutte le tipologie di banche. Il requisito Mrel si affianca al Tlac: quest'ultimo è un obbligo di *Pillar 1* che si applica soltanto alle banche di rilevanza sistemica globale; il Mrel è invece un requisito di *Pillar 2* per il quale la normativa non fissa dei livelli minimi obbligatori, delegandone la calibrazione caso per caso all'Autorità di risoluzione competente (*Single Resolution Board* o Autorità nazionale) in conformità con i principi stabiliti dall'Eba.

- Il quadro normativo europeo si assesterà entro il 2018 con modifiche alla Brrd attualmente in discussione nel “trilogo” Ue. Per semplicità possiamo affermare che le banche sistemiche saranno soggette ai requisiti internazionali Tlac, probabilmente maggiorati, mentre le altre banche dovranno rispettare requisiti Mrel calibrati caso per caso. La Brrd prevede un limite di applicazione del *bail-in* prima dell'attivazione dei Fondi di risoluzione pari all'8% del totale passività e mezzi propri della banca (corrispondente all'attivo non ponderato). Tale soglia parrebbe prefigurare un requisito autonomo mediamente superiore ai requisiti Tlac, pari al 18% delle attività ponderate per il rischio e al 6,75% delle attività non ponderate come conteggiate ai fini del *leverage ratio*. Il Parlamento europeo si è espresso nel giugno 2018 contro il mantenimento di tale eventuale maggiorazione rispetto ai requisiti Tlac.

Altre giurisdizioni sono state molto più caute nel recepire l'istituto del *bail-in*, tant'è che a metà 2017 circa metà dei paesi aderenti all'FSB non lo avevano ancora introdotto nella loro regolamentazione<sup>4</sup>. Nella stessa Eurozona i poteri in questione, per quanto normati, non sono mai stati utilizzati per aggredire il debito non subordinato delle banche in dissesto. I pochi casi in cui ciò è avvenuto (a Cipro, in Grecia, in Portogallo, in Danimarca e in Olanda), sono precedenti alla Brrd e hanno rappresentato soluzioni *ad hoc* per dissesti di proporzioni limitate o interessati da altre criticità.

### 4.3 Possibili ostacoli all'applicazione dei requisiti Mrel.

Quanto detto in precedenza vale nel presupposto che le banche "risolvibili" costituiscano un cuscinetto di passività Mrel assorbito da investitori professionali e che il meccanismo di risoluzione appoggiato su di esso funzioni in modo fluido e ordinato. Ci sono tuttavia delle criticità che rimangono aperte.

In particolare, rimane esposto a *bail in* uno stock pregresso di obbligazioni bancarie collocate presso clientela al dettaglio. Nei primi anni di applicazione dei requisiti Mrel, molte banche italiane (specie quelle di medie dimensioni) potranno rispettarli soltanto conteggiando questi vecchi bond senior nel relativo aggregato<sup>5</sup>. Si ripresenta pertanto lo spinoso problema dell'effetto retroattivo del rischio risoluzione che tanto clamore ha sollevato nel caso del *burden sharing* delle obbligazioni subordinate emesse prima dell'emanazione della Brrd da parte delle "quattro banche" risolte nel novembre 2015.

4 – V. rapporto dell'FSB del luglio 2017, <http://www.fsb.org/2017/07/implementation-and-effects-of-the-g20-financial-regulatory-reforms-third-annual-report/>.

5 – Così afferma Enria (Eba) in un intervento del novembre 2017, <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/2047602/Andrea+Enria+Speech+at+Finest+Winter+Workshop%2C%20Universita+Cattolica+Del+Sacro+Cuor+Milan.pdf>.

→ La criticità prospettata viene menzionata nella proposta di modifica della Brrd approvata dal consiglio Ecofin il 25 maggio 2018, dove tuttavia ci si limita a raccomandare alla banca di affrontare questo possibile ostacolo alla risoluzione. Con riferimento allo stesso problema, l'Abi aveva presentato nel giugno 2017 delle proposte di emendamento che prevedono un periodo transitorio di quattro anni nel quale il requisito Mrel possa essere coperto con obbligazioni senior non provviste della prevista clausola di subordinazione emesse prima del 1° gennaio 2016. Si avrebbe così modo di attendere i naturali tempi di sviluppo della domanda di mercato per la nuova tipologia di *bond*. Questa soluzione comporta peraltro il mantenimento nella massa esposta a *bail in* di obbligazioni collocate sul *retail*. Al fine di tutelare la clientela dal rischio sopraggiunto con la Brrd, Abi ha chiesto la possibilità di esentare dalla risoluzione le obbligazioni bancarie senior (del vecchio tipo) in mano a investitori privati fino ad un importo di 100.000 euro. Tale tutela potrà essere nel caso attivata nel momento in cui sarà disponibile un *buffer* di nuovi titoli esplicitamente subordinati rispetto alle obbligazioni ordinarie (*senior unpreferred bond*).

La normativa europea sulle crisi bancarie si pone il duplice obiettivo di rendere credibile la gestione dei dissesti bancari preservando la stabilità sistemica e nel contempo di ridurre al minimo la necessità di usare soldi pubblici. Per rendere compatibili tra loro i due obiettivi, sarebbe stato opportuno stabilire un adeguato periodo di transizione, identificare con precisione le passività bancarie chiamate a sopportare le perdite e prevedere ulteriori fonti di finanziamento, da parte del settore bancario e del settore pubblico, nel caso in cui il sacrificio di azionisti e creditori rischiasse



di accrescere l'instabilità sistemica, anziché di proteggerla.

In realtà, la Brrd prevede virtualmente tre canali di finanziamento della Risoluzione, dei quali solo il bail-in è operante in Europa e nell'Unione Bancaria; il secondo (Fondo Unico di Risoluzione) è solo parzialmente costruito e l'accesso alle sue risorse è possibile soltanto a condizioni molto stringenti e difficili da realizzare (nella risoluzione delle "quattro banche" si è attinto al Fondo di risoluzione nazionale alimentato dalle sole banche italiane); il terzo (*back-stop* pubblico), necessario per integrare le risorse del fondo in caso d'insufficienza della dotazione finanziaria, manca del tutto.

La scelta attuata in Europa rivela l'intenzione prioritaria di contenere la spesa pubblica per salvataggi bancari. L'attuazione pratica di questo intento ha incontrato ostacoli formidabili. Lo strumento del *burden sharing* a carico degli azionisti e degli obbligazionisti subordinati è stato utilizzato in forma drastica nella risoluzione delle quattro banche nel novembre 2015, ma i suoi effetti sono stati attenuati dalle misure di ristoro a carico del Fondo di tutela dei depositi. Analoghe forme di protezione dei piccoli investitori non qualificati hanno agito nei casi delle banche popolari venete e, in forma diversa e più ampia, in quello del Monte dei Paschi di Siena, nel quale è intervenuto lo Stato. Il Governo attuale intende costituire un Fondo per risarcire anche gli azionisti delle banche liquidate nel caso in cui abbiano subito pratiche di vendita scorrette. Sempre in Mps si è fatto ricorso (primo caso in Europa) alla ricapitalizzazione precauzionale con fondi pubblici senza *bail-in* delle obbligazioni non subordinate, superando i numerosi paletti posti dalla Brrd all'impiego di tale rimedio.

Pur restando valida la preoccupazione di evitare *bail-out* indiscriminati con denaro del contribuente, si è dimostrato che la strada del *bail-in* è pressoché impraticabile nei confronti dei debiti non subordinati, e anche delle obbligazioni subordinate piazzate presso investitori inconsapevoli. Lo stesso *bail-in*, pensato come argine alla spesa pubblica per salvataggi bancari, è diventato nei fatti un ostacolo alla soluzione delle crisi: ne ha

complicato la gestione, e alla fine non si sono evitati i costi per lo Stato e per il sistema.

Per rendere più efficaci le azioni correttive che si possono intraprendere prima che una banca sia dichiarata a rischio di dissesto, si può ricorrere alla ricapitalizzazione mediante *liability management* volontario, come nel caso dell'aumento di capitale Carige dell'ottobre 2017, che è stato in parte alimentato dalla conversione a sconto in obbligazioni senior o in azioni approvata nelle assemblee degli obbligazionisti subordinati.

Occorre soprattutto rilegittimare gli interventi preventivi dei Fondi di tutela dei depositi e di altri veicoli di sistema, superando l'art. 32(4d) della Brrd che le considera come forme di sostegno pubblico straordinario che fanno scattare la condizione di "dissesto o rischio di dissesto" e il *burden sharing*.

## 5. L'assicurazione dei depositi e il dilemma riduzione/condivisione dei rischi.

### 5.1 Il Sistema unico di assicurazione dei depositi.

Con riferimento al completamento dell'Unione bancaria le due tappe ancora da completare sono:

- il terzo pilastro, dato dal sistema unico di garanzia dei depositi (*European Deposit Insurance Scheme – Edis*);
- un supporto finanziario di ultima istanza (*backstop*) per aumentare la credibilità del Fondo Unico di Risoluzione europeo.

Con riferimento alla configurazione del sistema unico di assicurazione dei depositi, l'ambizioso disegno originario è stato ridimensionato e attualmente si ragiona su una soluzione pragmatica che configura un *network* di sistemi nazionali, supportato da un meccanismo di fornitura di liquidità in caso di esaurimento delle rispettive risorse. Anche in questo caso la liquidità potrebbe essere offerta da una linea di credito del Meccanismo Europeo di Stabilità analogamente a quanto ipotizzato a sostegno del Fondo Unico di Risoluzione europeo.

La realizzazione dell'Edis, per quanto in forma ridotta, viene comunque subordinata ad una velocizzazione del processo di riduzione dei rischi (inclusa un'ulteriore riduzione dello stock di crediti deteriorati). Il tema dell'Edis non viene invece esplicitamente collegato alla riduzione del portafoglio di titoli sovrani detenuti dalle banche al fine di recidere il meccanismo di trasmissione dal rischio sovrano al rischio bancario o viceversa. Tale tema rimane comunque sullo sfondo.

Nel dicembre 2018 il Consiglio europeo dovrebbe riesaminare i progressi realizzati finora potrebbe decidere misure specifiche da adottare. In un intervento del maggio 2018<sup>6</sup>, il Presidente della Bce Draghi ha prospettato un meccanismo di protezione del sistema bancario dell'eurozona basato su un'Autorità che riuni-

6 – <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180511.en.html>

sce le competenze di gestione delle crisi e di assicurazione dei depositi, ed è rafforzata dal sostegno finanziario straordinario dello Stato (*fiscal backstop*).

Nell'attuale contesto di relazioni problematiche tra Stati membri, il futuro dell'Unione economica, monetaria e bancaria resta avvolto da incertezza. Questo non deve però indurre a dimenticare le ragioni del progetto originario e lo sforzo importante sopportato per attuarlo, almeno in parte, con le iniziative per la riduzione dei rischi già intraprese, che sono qui di seguito riassunte.

## **5.2 Piani d'azione e linee guida per la riduzione dei crediti deteriorati.**

Sul tema della riduzione delle esposizioni in crediti deteriorati si registra una netta divergenza di valutazione tra le Autorità europee, da un lato, e le rappresentanze delle banche italiane, in sintonia con l'Autorità di vigilanza nazionale, dall'altro. Dalla *ECB Supervision* si preme per ridurre l'*NPL ratio* lordo (crediti deteriorati lordi su totale crediti). A ciò consegue la prescrizione di una cura energica in cui si combinano massicce cessioni/cartolarizzazioni di Npl con altrettanto importanti aumenti di capitale.

L'industria bancaria italiana adotta una diagnostica diversa, per la quale l'indicatore da considerare è dato dall'incidenza dei crediti deteriorati al netto delle rettifiche già spese a conto economico. Inoltre, la devianza dell'*Npl ratio* dai *benchmark* europei è spiegata dall'effetto cumulato di ripetute e prolungate fasi negative del ciclo creditizio nel 2009-2015, con tempi di smaltimento ridotti dai noti fattori di contesto che allungano i tempi di recupero. Una gestione paziente dello *stock* consentirebbe di realizzare tassi di recupero in linea con quelli osservati storicamente, ben superiori a quelli ottenibili con la cessione degli Npl sul mercato. Una banca può reggere un peso anomalo di crediti deteriorati senza perdere la capacità di sviluppare gli impieghi, a condizione di produrre margini adeguati sulla gestione sana e di avere una

dotazione di capitale sufficiente ad assorbire nel tempo il rischio di *loss given default* superiori al livello atteso.

Nelle misure approvate dalla Commissione il 14 marzo 2018<sup>7</sup> per la riduzione dei crediti deteriorati (*non performing loans*, Npl), sono introdotti livelli comuni di copertura minima (*prudential backstop*) per i prestiti di nuova erogazione che si deteriorano. Se la banca non rispetta il livello minimo applicabile sono operate deduzioni dai suoi fondi propri. L'entità delle rettifiche minime è così differenziata:

- i crediti *secured* (intesi in via generale come crediti assistiti da garanzia reale) dovranno essere progressivamente rettificati per il 100% dell'esposizione entro 8 anni dal passaggio a *default*;
- i crediti *unsecured*, dovranno essere rettificati per almeno il 35% entro un anno dal *default* e per il 100% entro due anni.

Anche la Bce, nell'ambito della propria funzione di supervisione prudenziale, sta promuovendo un *upgrade* dell'organizzazione e dei processi per la gestione dei crediti deteriorati nelle banche *significant* da essa vigilate direttamente. Sono state emanate in proposito linee guida nel marzo 2017, seguite da un *addendum* nell'ottobre 2017<sup>8</sup> dai contenuti più tecnici nel quale si stabiliscono dei criteri standard per giudicare l'adeguatezza delle rettifiche su crediti. L'aspetto che più ha fatto discutere è la previsione di un *calendar provisioning*, ovvero di una svalutazione automatica e integrale delle esposizioni non più *in bonis* dopo un certo numero di anni dal relativo declassamento (2 anni per la parte non garantita e 7 anni per quella garantita). L'*addendum* è stato finalizzato nel mese di marzo 2018 ed è entrato in applicazione da aprile limitatamente alle esposizioni che passano a *default* dopo tale data. A differenza del meccanismo di cui al punto precedente, la base di impatto di questa linea guida del supervisore è più

7 - [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-18-1802\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1802_en.htm)

8 - [https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/npl2/ssm.npl\\_addendum\\_draft\\_201710.en.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/npl2/ssm.npl_addendum_draft_201710.en.pdf)

ampia, comprendendo anche gli stock di crediti *in bonis* in essere alla data di entrata in applicazione.

L'*addendum* sugli Npl non ha carattere vincolante, in quanto funge da base per il dialogo di vigilanza fra la Bce e le banche significative di sua diretta competenza. Tuttavia, si è sviluppato un dibattito acceso nell'ambito del Parlamento europeo sulla legittimità di questo provvedimento, che pareva invadere la sfera di competenze del legislatore di primo livello.

Per le banche italiane, l'applicazione meccanica dei nuovi criteri comporterebbe una più forte e rapida imputazione di perdite a conto economico qualora i tempi di recupero reali per le esposizioni *secured* e *unsecured* superassero le soglie fissate dall'*addendum*. Ciò produrrebbe un impatto sul reddito e sul fabbisogno di capitale nei casi in cui i tassi di recupero ragionevolmente attesi risultano significativamente superiori a zero. Chiaramente questo abbatterebbe la redditività *risk adjusted* delle nuove erogazioni, determinando così un'ulteriore remora a finanziare i prenditori delle classi di maggior rischio in forma *unsecured*.

I piani d'azione e le linee guida delle Autorità europee hanno spinto le banche a cedere masse di crediti deteriorati a investitori specializzati di natura privata. Il valore di equilibrio degli Npl è in tale visione il *prezzo di mercato* accettato dagli acquirenti che hanno i capitali e l'organizzazione per gestirli efficientemente, organizzati in filiere che comprendono fondi chiusi e *servicer* specializzati. Nella visione opposta, il valore congruo, superiore al precedente, è il *real economic value* calcolato da una banca che li gestisce in "pazientemente" in proprio, accontentandosi di un rendimento atteso inferiore.

Nella pratica, i gruppi bancari italiani hanno adottato strategie miste, che sono evolute nel tempo fino a smobilizzare masse ingenti di Npl verso gestori specializzati. In diversi casi, le operazioni hanno fatto ricorso al programma Gacs<sup>9</sup> che consente di ottenere la garanzia dello Stato sulla *tranche* a minor rischio dei portafogli di

Npl ceduti e cartolarizzati in cambio di una commissione a condizioni di mercato, che pertanto non configura un aiuto pubblico. Le cessioni assistite da Gacs hanno consentito di innalzare il prezzo di cessione dei pacchetti di crediti deteriorati rispetto al prezzo di mercato, avvicinandolo al *real economic value*.

Nella prima fase post crisi, in paesi come l'Irlanda e la Spagna, hanno prevalso soluzioni più "interventiste" basate su AMC (*Asset management company* o più comunemente *bad bank*) con supporto finanziario pubblico. Tali strumenti hanno consentito di accelerare il processo di dismissione degli attivi deteriorati delle banche nazionali, tamponando il loro impatto economico-patrimoniale. Un intervento analogo per l'Italia era stato ipotizzato dal governatore Visco nel 2013, e sul tema si era avviata un'interlocazione tra il nostro Ministero dell'economia e la Commissione europea. La proposta non ha avuto seguito per gli ostacoli posti dalle regole sugli aiuti di Stato oltre che per gli oneri che avrebbe caricato sul bilancio statale.

L'idea non è però del tutto accantonata. Un modello europeo di AMC pubblica con ambito di intervento nazionale è stato prospettato dall'Eba nel gennaio 2017<sup>10</sup>. L'aggiornamento del piano della Commissione per la riduzione degli Npl del 14 marzo 2018 include un *AMC Blueprint*<sup>11</sup> che si ricollega al progetto dell'Eba. In tale documento è contenuto uno schema orientativo non vincolante che gli Stati membri possono adottare per istituire, se lo ritengono utile, società nazionali di gestione di attivi deteriorati. Si precisa quale sia l'assetto consentito di una tale società che beneficia di sostegno pubblico, confermando le regole vigenti, alquanto restrittive, in tema di aiuti di stato.

La nuova finestra di opportunità aperta dal *blueprint* della Commissione può essere eventualmente sfruttata come leva ag-

10 – Enria, Haben e Quagliariello, <http://european-economy.eu/2017-1/completing-the-repair-of-the-eu-banking-sector-a-critical-review-of-an-eu-asset-management-company/?did=1635>

11 – [http://ec.europa.eu/finance/docs/policy/180314-staff-working-document-non-performing-loans\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/docs/policy/180314-staff-working-document-non-performing-loans_en.pdf)

giuntiva rispetto alle soluzioni di mercato in essere. Tuttavia, non si ravvisano vantaggi specifici per farvi ricorso oggi. La missione assegnata in altri paesi ad apposite AMC è stata in gran parte compiuta mediante il programma di garanzia Gacs, che sarà prorogato al febbraio 2019. Stando alle dichiarazioni dell'attuale Governo contenute nella Nota di aggiornamento al DEF del 4 ottobre 2018, la Gacs potrebbe essere rinnovata oltre tale termine e anche estesa alle inadempienze probabili.

Come dimostrato in modo incontrovertibile da recenti analisi della Banca d'Italia<sup>12</sup>, i “tempi della giustizia” sono in Italia il fattore che maggiormente spiega il progressivo accumulo di Npl. La lunga durata delle procedure esecutive è uno dei principali fattori che impatta sui valori di bilancio e di mercato degli Npl, e quindi sull'assorbimento di capitale e sul costo del rischio dei finanziamenti bancari.

A livello legislativo, il DL n. 83/2015 ha attuato diverse misure per rendere più efficienti le procedure esecutive e concorsuali. Successivamente, il decreto legge 3 maggio 2016, n. 59 (convertito nella legge 30 giugno 2016 n. 119) ha introdotto (i) una nuova forma di diritto reale di garanzia a tutela dei creditori, il *pegno mobiliare non possessorio*, e (ii) il *patto marciano*, che per i finanziamenti garantiti da bene immobile (non abitazione principale), consente che questo passi nella proprietà del creditore in caso di inadempimento del mutuatario senza necessità di avviare una procedura esecutiva.

Entrambi i nuovi istituti non sono ancora entrati nella prassi operativa. Ciò si deve sia a ritardi nei passaggi attuativi (i decreti ministeriali nel caso del “patto marciano” e l'istituzione dell'apposito registro presso l'Agenzia delle Entrate che rende tale garanzia opponibile a terzi per il pegno non possessorio), sia alle difficoltà di tradurre le nuove figure legali in condizioni contrattuali appe-

12 - [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2017-0007/Note\\_di\\_stabilita\\_finanziaria\\_e\\_vigilanza\\_N.\\_7.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2017-0007/Note_di_stabilita_finanziaria_e_vigilanza_N._7.pdf), <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2016-0003/n3-note-stabilita-finanziaria.pdf>



tibili per la clientela bancaria. Nel febbraio 2018, ABI e Confindustria hanno siglato l’“Accordo per il credito e la valorizzazione delle nuove figure di garanzia”<sup>13</sup> al fine di promuoverne l’utilizzo per migliorare l’accesso al credito. Tale iniziativa segue al Protocollo d’intesa per la valutazione degli immobili a garanzia di crediti inesigibili sottoscritto insieme ai principali operatori del mercato.

Da segnalare infine le linee guida del Consiglio Superiore della Magistratura per la diffusione di buone prassi nel settore delle esecuzioni immobiliari presso i tribunali italiani<sup>14</sup>. Tale iniziativa, risponde alle istanze espresse dall’industria bancaria e dalla Banca d’Italia per un accorciamento dei tempi di recupero dei crediti deteriorati.

Il 28 settembre 2016, l’Eba ha pubblicato gli orientamenti (*Guidelines*<sup>15</sup>) sull’applicazione di una *definizione armonizzata di default* e le norme tecniche (RTS) ex art. 178(6) del Crr, che specificano le condizioni in base alle quali l’autorità competente fissa la cosiddetta soglia di materialità, oltre la quale un’obbligazione creditizia è ritenuta scaduta.

Con riferimento alle inadempienze probabili, l’Eba propone criteri più stringenti anche per le esposizioni in caso di ristrutturazione onerosa del credito (*distressed restructuring*) che implichi per la banca una riduzione sostanziale del credito vantato. In proposito, l’Eba impone alle banche di fissare una soglia al di sopra della quale la riduzione del credito vantato deve essere considerata sostanziale (e quindi dare luogo alla classificazione dell’esposizione in default). Tale soglia non può essere superiore all’1% e attualmente non è prevista in Italia.

La definizione armonizzata di default si applicherà a tutte le banche (sia quelle che usano i metodi basati sui rating interni, sia

13 – [https://www.abi.it/Pagine/news/Accordo\\_Confindustria.aspx](https://www.abi.it/Pagine/news/Accordo_Confindustria.aspx).

14 – <https://www.csm.it/documents/21768/87316/linee+guida+in+materia+di+buone+prassi+nella+settore+delle+esecuzioni+immobiliari/fc6b908e-6802-f97e-f488-a68ec7e4a51b>.

15 – <https://www.eba.europa.eu/-/eba-harmonises-the-definition-of-default-across-the-eu>

quelle che utilizzano il metodo standardizzato) e a tutti i clienti (sia ai privati sia alle imprese e sia agli enti pubblici). L'attuazione degli orientamenti e delle norme tecniche è prevista al più tardi entro fine 2020, ma l'Eba invita le banche a introdurre le modifiche necessarie nel più breve tempo possibile. L'applicazione puntuale delle linee guida dell'Eba comporterebbe un ampliamento del perimetro delle esposizioni in default.

Analoghi effetti penalizzanti possono sortire dalle interpretazioni fornite sempre dall'Eba nelle risposte a interpellanti (Q&A) allegato al *Single rulebook* le quali, stimulate da un quesito relativo ad una fattispecie particolare, possono essere estesi per analogia ad altri casi sostanzialmente difformi, in maniera ingiustificata.

- A titolo di esempio, si può citare il parere espresso dall'Eba nel giugno 2017<sup>16</sup> con riferimento al trattamento dei finanziamenti a società immobiliari classificate come *Speculative immovable property financing* nel Regno Unito per l'acquisto di un'area finalizzata alla costruzione e alla rivendita di un fabbricato, che ha indotto a trattare come “*exposures with particularly high risks*” anche i finanziamenti concessi alle cooperative edilizie in Italia, che operano secondo principi mutualistici in antitesi con l'intento speculativo.

16 – [https://www.eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2017\\_3131](https://www.eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2017_3131)

## 6. Il salto di qualità nella rappresentanza dell'Italia presso le istituzioni europee.

### 6.1 Serve un bel gioco di squadra.

Un processo di regolazione e supervisione ormai “internazionalizzato” esige un aggiornamento dei mezzi e dei modi della rappresentanza degli interessi italiani da parte dei soggetti istituzionali e delle categorie economiche. In particolare, si ravvisa l'opportunità di:

- aumentare i punti di contatto con i centri di produzione normativa, costruendo rapporti basati sul dialogo assiduo e sulla reciproca fiducia;
- tenere una mappa aggiornata dei “lavori in corso” sui vari tavoli normativi con strategie calibrate su tempi e possibilità di intervento mediante documenti di consultazione, proposte di emendamento, prese di posizione pubbliche o altre iniziative.

È giusto difendere energicamente gli interessi prioritari del Sistema Italia agendo in maniera coordinata nell'interlocuzione con le istituzioni e con l'opinione pubblica. Ne abbiamo visto un esempio positivo nella risposta corale alla pubblicazione dell'*Ad-dendum* sugli Npl della Bce: i nostri rappresentanti al Parlamento Europeo, a cominciare dal presidente Antonio Tajani, il Governo, l'Abi e le associazioni d'impresa hanno concordemente denunciato il rischio che la proposta, formulata in maniera vincolante, producesse una restrizione del credito alle imprese, oltre a esorbitare dalla competenza dell'Autorità di vigilanza europea. Diversi rapporti di analisi della Banca d'Italia hanno fornito le basi tecniche per sostenere le obiezioni formulate. Tali pressioni hanno sortito l'effetto sperato, tant'è che la presidente del Comitato di vigilanza della Bce ha chiarito in successive dichiarazioni che le nuove regole saranno calibrate caso per caso<sup>17</sup>.

17 – V. dichiarazioni del 9 giugno 2018

<https://www.reuters.com/article/us-ecb-banks/ecbs-nouy-says-could-take-case-by-case-approach-to-banks-bad-loans-idUSKBN1JF1W5?il=0>

Per quanto incoraggiante, questo episodio non rappresenta un punto di arrivo, ma il punto di partenza di una nuova stagione di rapporti con le istituzioni europee.

Occorre infatti superare la spaccatura che si è aperta tra le rispettive posizioni dal documento congiunto Trichet-Draghi dell'agosto 2011, a partire dal quale l'Europa (in senso lato) ha impartito al nostro Paese una serie di prescrizioni da attuare con scadenza ultimative per correggere squilibri di finanza pubblica e attuare riforme strutturali. Sono poi seguiti i reiterati interventi di rafforzamento patrimoniale, di risoluzione delle crisi e di riduzione dei rischi richiesti dall'ingresso nell'Unione bancaria. La condivisione dei rischi è invece rimasta una promessa, la cui attuazione resta condizionata a ulteriori concessioni sul fronte della *risk reduction*.

Da allora il dialogo rischia di rimanere bloccato tra posizioni conflittuali e recriminatorie. Da canto suo, l'Europa rimprovera all'Italia l'incapacità di agire sui processi di spesa pubblica e sui ritardi strutturali (tempi della giustizia, evasione e contenzioso fiscale, ritardati pagamenti della PA, insufficiente educazione finanziaria, economia sommersa o illegale). Su queste basi giustifica terapie drastiche che possono produrre chiusura di imprese, perdite di posti di lavoro, dissesti bancari scaricati sui risparmiatori, sottovalutando i traumi sociali e le reazioni politiche che queste producono.

Di contro l'Italia accusa l'Europa di forzature e rigidità nell'imporre regole nuove e non collaudate, trattamenti discriminatori rispetto ad altri Paesi membri più ascoltati, compressione degli orizzonti temporali rispetto ai tempi di soluzione naturali, perseguimento del fine non dichiarato di bloccare indiscriminatamente gli aiuti pubblici anche a costo di pregiudicare la stabilità finanziaria. Probabilmente il nostro Paese, pressato ad accettare azioni di rigore, si è difeso non contestandole alla radice, bensì contrastandone gli effetti cercando rimedi caso per caso.

Occorre superare questo compromesso al ribasso, e lo si può fare in due modi.

In primo luogo, occorre avere l'ambizione di rimettere in discussione i fondamenti del progetto di Unione Bancaria del 2012, intervenendo nel merito delle questioni aperte in sede di dibattito politico e tecnico. L'Italia deve giocare competenze che forse non sono state spese a sufficienza ai tavoli in cui si scrivevano le direttive e i regolamenti emanati nel 2013-2014. L'opinione pubblica interna deve essere resa partecipe di questo lavoro di messa a punto dei dettagli che fanno la differenza tra una norma efficace e un dispositivo arbitrario e destabilizzante. Non deve più accadere che ci si accorga a cose fatte dei danni collaterali delle normative approvate e recepite, come è accaduto con l'applicazione forzata e retroattiva del *burden sharing* ai sensi della Brrd nel 2015.

- Ci viene offerta l'occasione di rilanciare un dialogo costruttivo proprio in questi mesi, nei quali l'Unione europea dovrà decidere il proprio futuro per presentare un'offerta credibile in vista delle elezioni dell'Europarlamento nel maggio 2019. Il tema dell'Unione monetaria e bancaria è soltanto un capitolo, molto importante, di progetto politico più vasto, oggi esposto alle spinte disgregative esercitate dalle istanze di protezione degli interessi nazionali.

In secondo luogo, occorre far partire progetti su vasta scala per sciogliere i nodi annosi e fare ordine in casa propria, dandone visibilità in sede europea. L'impegno credibile su questi cantieri è la contropartita da offrire ai partner "italoscettici". Al tempo stesso dimostrerebbe la volontà concreta di rispondere ai bisogni emergenti nel "popolo delle imprese", come il taglio dello scudo fiscale, la semplificazione amministrativa, la puntualità dei pagamenti, i tempi della giustizia.

## 6.2 Posizionamenti e proposte.

In sintesi, occorre ricostruire coesione e capacità progettuale in Italia per ricostruire fiducia e credibilità reciproca nei rapporti con l'Europa. L'Unione Monetaria e bancaria deve tornare a essere percepita come un gioco a somma positiva, nel quale nessuno perde per l'indifferenza o l'opportunismo di altri. Come nelle risposte date nel 2012 all'emergenza della crisi dei debiti sovrani, i paesi dell'Eurozona devono ritrovare le ragioni per impegnarsi in un nuovo "*Whatever it takes*" a difesa della stabilità del sistema finanziario dell'Eurozona. Deve essere una scelta di valore *a priori*, per quanto occorra cura e ponderazione per farla accettare ed attuarla.

Soltanto il coraggio di scegliere questa opzione può spezzare il dilemma e il blocco reciproco tra le istanze e le pretese di riduzione e condivisione dei rischi. Dietro un sistema finanziario solido sta una rete di protezione pubblica, non ci sono alternative. Realizzarla in un'Unione monetaria disgiunta da un'Unione politica e fiscale è una sfida che può trovare risposte tecniche appoggiate su processi decisionali intergovernativi, come il Meccanismo Europeo di Stabilità. Questi hanno le limitazioni che conosciamo, ma per il momento non si prospettano delle alternative. Sotto questo ombrello protettivo occorre riconfigurare i Pilastri dell'Unione bancaria in modo che tutti i Paesi incassino il dividendo della partecipazione a una struttura sovraordinata più solida, coesa, efficace rispetto a tanti ordinamenti nazionali separati. Sarebbe paradossale che i vari Meccanismi Unici diventassero delle sovrastrutture costose che complicano le possibilità di intervento, lasciando a carico dei Paesi aderenti i costi dell'eventuale aiuto pubblico, comunque necessario. La solidarietà a livello europeo non può essere negata in linea di principio per poi attivarsi soltanto in emergenza, con meccanismi opachi e arbitrari.

Le riflessioni sui grandi temi della normativa e della vigilanza bancaria proposte in questo documento, e le criticità riscontrate,

si possono tradurre nelle seguenti proposte:

- attivare il terzo pilastro della *Banking Union* superando la separazione artificiosa tra interventi di gestione delle crisi e assicurazione dei depositi che caratterizza l'attuale architettura, riportando entrambe le funzioni sotto un'unica Autorità (un riformato *Single Resolution Fund*); in questa prospettiva si potrà rilegittimare l'uso congiunto di risorse dei sistemi di assicurazione dei depositi, fondi di risoluzione, risorse pubbliche nell'ambito di piani di risanamento preventivi o forme di uscita delle crisi alternativi alla risoluzione come definita dalla Brrd;
- costituire il *backstop* europeo ai fondi di risoluzione e assicurazione dei depositi per ridurre la percezione del rischio sistemico da parte degli investitori;
- ridimensionare la rilevanza dei requisiti MREL relativi alle passività esposte a bail-in, da differenziare in funzione della rilevanza sistemica delle banche; l'enfasi sul cuscinetto di raccolta teso ad assicurare la "risolvibilità" può complicare i processi di *funding* e di erogazione del credito a fronte di benefici per la stabilità futura tutti da dimostrare.
- ridisegnare il Meccanismo di vigilanza unico applicando in maniera sostanziale il principio di proporzionalità dei controlli rispetto alla dimensione e alla complessità gestionale degli intermediari; su questa via l'Europa può ispirarsi alla riforma della vigilanza bancaria in atto negli Stati Uniti, che mira espressamente a ridurre il carico di adempimenti sulle piccole banche locali e sui gruppi bancari di rilevanza non sistemica; un regime di vigilanza pervasivo e oneroso, concepito per gruppi complessi, non è necessario, né sostenibile, nel caso di banche regionali o locali e pertanto finisce per ostacolare la loro attività di finanziamento dell'economia reale; non deve essere soppressa artificialmente la diversità dei modelli di business bancari, che peraltro vanno tutti adeguati ai cambiamenti imposti dalla rivoluzione digitale.

- riprogrammare le azioni di riduzione dei rischi a livello di sistemi bancari e finanze pubbliche nazionali su orizzonti temporali realistici e concordati, in sinergia con programmi ambiziosi volti a superare inefficienze e ritardi strutturali (tempi della giustizia, semplificazione amministrativa, tempi di pagamento, ecc.).



## 7. Regole di trasparenza e correttezza nei rapporti banca-impresa.

Il buon funzionamento del sistema bancario dipende dal rispetto delle regole, ma anche dai comportamenti “spontanei” che gli operatori tengono nei rapporti di finanziamento. Il tema si connette, nello scenario attuale, a quello più ampio della tutela integrata del cliente-consumatore di servizi bancari, finanziari e assicurativi. La crisi finanziaria globale ha prodotto una proliferazione di condotte scorrette e rischiose tra gli intermediari finanziari di molti paesi. L’attenzione per il rischio di cattivi comportamenti è perciò molto cresciuta. Gli scandali finanziari più clamorosi hanno interessato il *trading* sui mercati finanziari (pensiamo alla manipolazione del tasso Libor), ma non hanno risparmiato l’operatività con clientela ordinaria, come è accaduto nel caso di apertura non richiesta di conti correnti attuata come modello perverso di business da Wells Fargo negli USA.

In Italia le patologie più gravi sono emerse presso alcune banche a rischio di dissesto con il fenomeno delle azioni “bacciate” (prestiti condizionati o finalizzati alla sottoscrizione di aumenti di capitale della banca) che è al tempo stesso una prassi di elusione e ostacolo alla Vigilanza e una tecnica di rimbalzo del rischio e di aggravio del costo effettivo del credito ai danni della clientela. Tale fenomeno ha messo in luce la difficoltà di fronteggiare violazioni “trasversali” con una vigilanza specializzata per mercati (Banca d’Italia per i servizi bancari, Consob per quelli finanziari, IVASS per quelli assicurativi), sia pur integrata dalla competenza generale dell’Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato (AGCM) in materia di repressione delle pratiche commerciali scorrette.

In questa cornice si coglie l’importanza della normativa e delle iniziative promosse da Confindustria e dall’ABI in tema di trasparenza e correttezza della comunicazione e dei rapporti contrattuali tra le banche e le imprese, considerate nei punti che seguono.

## **7.1 Comunicazione tra banca e impresa nell'accesso al credito.**

### **7.1.1 Il protocollo d'intesa Confindustria-ABI sulla Comunicazione finanziaria del 2012.**

Il protocollo in oggetto, siglato dai vertici delle due Associazioni il 23 febbraio 2012 ha come scopo quello di migliorare le relazioni tra banche e imprese puntando sulla trasparenza dei flussi informativi dalle seconde alle prime. Si indica come strumento un modello di comunicazione che fissi uno standard di riferimento per trasmettere una completa e chiara informazione sulla situazione economica e finanziaria, attuale e prospettica, dell'impresa. Il modello di comunicazione è esplicitato in un successivo documento del 2013<sup>18</sup>, nel quale si fornisce una *check list* delle fonti informative richieste per la valutazione del credito, opportunamente differenziate per tipologie di finanziamento (operazioni routinarie e di finanziamento del circolante; operazioni di finanziamento degli investimenti; operazioni di finanza straordinaria e di mercato). Si prevede un corredo informativo di dettaglio e complessità variabili in funzione delle dimensioni e della forma giuridica dell'impresa. Le informazioni richieste sono articolate nelle seguenti sottoaree informative:

- 1 – Assetto di bilancio, contabile e fiscale (bilanci consuntivi, informazioni extra-contabili e regolarità fiscale).
- 2 – Strategia e politiche di gestione, ed equilibrio economico-finanziario prospettico.
- 3 – Sistema delle garanzie (rapporto garanzie-finanziamenti-capitalizzazione e aspetti tecnico-legali).

Le aspettative espresse nel documento sono per molti aspetti sfidanti rispetto alle prassi correnti e alla capacità di comunicazione finanziaria delle imprese.

18 – [https://www.abi.it/DOC\\_Mercati/Crediti/Credito-alle-imprese/Accordo-credito-2013/ComunicazioneFinanziaria\\_Modello\\_per%20firma.pdf](https://www.abi.it/DOC_Mercati/Crediti/Credito-alle-imprese/Accordo-credito-2013/ComunicazioneFinanziaria_Modello_per%20firma.pdf)

### 7.1.2 L’iniziativa Bancopass di Assolombarda.

*Bancopass*<sup>19</sup> rappresenta una risposta concreta ai desiderata espressi nel citato protocollo d’intesa tra Abi e Confindustria. Si tratta di un servizio proposto da Assolombarda già dal 2009 alle imprese socie, col quale le stesse ottengono assistenza nell’analisi di bilancio, della situazione in Centrale Rischi, nella redazione di bilanci previsionali e *business plan*, nella produzione di documenti per la comunicazione finanziaria e nell’accompagnamento nella relazione con banche e finanziatori. Il tutto è affiancato da programmi di formazione basati su *workshop* rivolti alle imprese. Il servizio è offerto gratuitamente alle imprese associate. Negli ultimi 4 anni Bancopass ha visto crescere l’interesse dei fruitori, con 1.600 richieste di utilizzo. Si è progressivamente ampliato il sostegno delle banche partner.

Attualmente il servizio è reso su una piattaforma informatica *cloud*. Le fonti informative strutturate di natura quantitativa sono date dagli ultimi bilanci consuntivi e dal tabulato di Centrale rischi dell’impresa ottenibile presso la Banca d’Italia. Si forniscono le classiche analisi di bilancio a consuntivo, arricchite da confronti con un *peer group* di imprese italiane ed estere (mediante le banche dati Aida e Orbis). È presente un modulo previsionale che sviluppa analisi di bilanci pro-forma sulla base della storia dei consuntivi e di ipotesi essenziali raccolte dall’impresa. Per l’analisi andamentale della Centrale rischi ci si avvale di algoritmi diagnostici automatizzati. Le informazioni elaborate sono compendiate in documenti di comunicazione finanziaria differenziati per tipologie di fabbisogni finanziari (rapporti a corredo della domanda di affidamento o *business plan*).

La metodologia sottostante è stata condivisa e affinata nel confronto con 30 banche sponsor del progetto. Se ne è così provata sul campo l’utilità sia in termini di ritorno informativo sull’impresa, sia come aiuto alla gestione del rapporto con la banca. Questi risultati positivi consigliano di estenderne l’utilizzo ad altri

contesti territoriali, evitando una duplicazione di iniziative e avvantaggiandosi dell'abbattimento dei costi di avvio, e dell'effetto rete prodotto dalla condivisione di una comunità di banche sponsor attrezzate per valorizzare il flusso informativo dello strumento.

### **7.1.3 La valutazione qualitativa dell'impresa richiedente credito.**

I maggiori gruppi bancari hanno compiuto passi importanti nella valorizzazione delle informazioni qualitative all'interno dei loro modelli di rating. Ad esempio, il gruppo Intesa Sanpaolo incorpora nei *driver* del proprio modello IRB corporate i seguenti profili:

- la disponibilità di brevetti e di forme di proprietà intellettuale derivanti da ricerca e sviluppo;
- informazioni sulla *governance* e i piani di ricambio generazionale;
- certificazioni di legalità e ambientali;
- appartenenza a filiere produttive, con possibilità di *upgrade* del rating fornitore in funzione del rating dell'impresa capo-filiera.

All'ultimo aspetto si ricollegano forme di finanziamento specifiche per le filiere di fornitura, come il *reverse factoring* destinato allo sconto dei crediti delle imprese fornitrici, utilizzando anche i *rating-fornitore* elaborati dalla capo-filiera.

### **7.1.4 Superare l'epoca delle moratorie.**

Dopo lo scoppio della crisi, il dissesto finanziario delle Pmi è stato affrontato con lo strumento delle moratorie, a cominciare dal programma di sospensione delle rate sui mutui avviato con l'"Avviso comune" sottoscritto da Abi e Confindustria nell'agosto 2009<sup>20</sup>, raccogliendo un'idea nata dal confronto tra Giuseppe Morandini, allora Presidente della "Piccola impresa" di Con-

20 - <https://www.abi.it/Pagine/Mercati/Crediti/Credito-alle-imprese/Avviso-comunealtre-misure-perlePmi/Avviso-comune-per-sospensione-dei-mutui.aspx>

findustria, e Corrado Passera, ai tempi amministratore delegato del gruppo Intesa Sanpaolo. L'iniziativa ricevette l'appoggio del Ministero dell'economia.

Questi rimedi basati sulla concessione di liquidità hanno tamponato la crescita delle insolvenze; se non ci fossero stati, le sofferenze bancarie avrebbero avuto subito una dinamica esplosiva. Il provvedimento ha guadagnato una grande popolarità presso le associazioni territoriali delle diverse sigle, tant'è che il programma, con ripetuti aggiustamenti, è stato più volte rinnovato o riproposto fino al 2015<sup>21</sup>. Si è trattato però di una cura palliativa che non ha curato il male alla radice, e non ha potuto evitare il deterioramento di molte delle posizioni prorogate. Certo, molte di quelle situazioni di crisi non erano recuperabili. Tuttavia, in molti casi che potevano essere curati, sono mancate le diagnosi tempestive e le azioni di risanamento, sia dal lato delle imprese, sia dal lato delle banche.

### **7.1.5 I rapporti con le imprese in difficoltà finanziaria.**

Come ricordato, le nuove regole sulla rilevazione dei crediti deteriorati tendono ad anticipare l'emersione e l'impatto economico delle situazioni di inadempienza probabile. Le banche sono pertanto disincentivate a entrare in rapporti gravati da questo rischio o a uscirne tempestivamente. Dal canto suo dell'impresa tende a ritardare la presa d'atto del problema per la mancanza di vie di soluzione "precoce" della crisi incipiente. Per migliorare le *chance* di conservazione del valore di un'impresa a rischio di dissesto, occorre valorizzare le forme di soluzione tempestiva delle crisi aziendali.

Possono servire allo scopo i servizi di sensibilizzazione e affiancamento delle imprese in difficoltà, come l'iniziativa *Osserva la tua Impresa* promossa da Assolombarda, nel quale si prevede una forma di assistenza a due livelli (base e specialistico) tagliati sul livello di complessità del problema da affrontare. La proposta

21 – <https://www.abi.it/Pagine/Mercati/Crediti/Credito-alle-imprese/Accordi-per-il-credito/Accordo-per-il-credito-2015.aspx>

veicola il messaggio “Prevenire è meglio che curare”. L’impresa è invitata a rivolgersi alla sua associazione che possiede esperienza e competenze utili per analizzarne situazione e all’occorrenza indirizzarla a specialisti di fiducia del proprio *network*.

## **7.2 Il codice di condotta FBE sul feedback al rigetto delle richieste di finanziamento.**

La Commissione Europea, nell’ambito dell’*Action Plan to build a Capital Markets Union*, ha fissato l’obiettivo di superare le barriere informative che impediscono alle imprese e agli investitori di identificare e ben valutare le opportunità di finanziamento e di investimento. Nel perseguimento di questo fine, la Commissione ha quindi dichiarato l’intendimento di lavorare con le associazioni di rappresentanza delle banche e delle imprese sul tema specifico del *feedback* fornito dalle banche in caso di rigetto di una domanda di affidamento. Le associazioni bancarie europee, coordinate dalla Federazione Bancaria Europea (FBE), hanno risposto a questa sollecitazione pubblicando in data 6 giugno 2017 un documento congiunto dal titolo *High-Level Principles on Feedback Given by Banks on Declined SME Credit Applications*<sup>22</sup>, con il “supporto” delle rappresentanze europee delle associazioni d’impresa (Business Europe, Eurochambre, UEAPME).

L’attuazione del codice FBE in Italia è attualmente completata (primo caso in Europa). L’ABI e le principali associazioni di rappresentanza delle imprese hanno sottoscritto nel giugno 2018 un protocollo d’intesa sul “Riscontro delle banche alle micro, piccole e medie imprese in relazione alle domande di finanziamento che non vanno a buon fine”<sup>23</sup>. Al testo del protocollo è allegato un modulo per l’illustrazione delle “cause di diniego” che sono ricondotte a carenze riferibili a nove profili (Quadro informativo,

22 - <https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2017/06/High-level-principles-on-feedback-given-by-banks-on-declined-SME-credit-applications.pdf>

23 - Qui il comunicato stampa [http://www.abi.it/DOC\\_Info/Comunicati-stampa/Intesa\\_ABI\\_PMI.pdf](http://www.abi.it/DOC_Info/Comunicati-stampa/Intesa_ABI_PMI.pdf).

Condizioni di sviluppo dell'attività d'impresa, Progetto di investimento, Struttura finanziaria, Forma tecnica e durata del finanziamento, Garanzie prestate, Rapporto andamentale, Mancanza dei requisiti di accesso a misure agevolative, Altri).

Nella campagna di comunicazione finalizzata a far conoscere il protocollo, sarà opportuno sottolineare che lo schema di illustrazione delle cause di diniego non è uno strumento per definire un insieme di requisiti minimi standard al soddisfacimento dei quali l'impresa ha la garanzia di accedere all'affidamento. Banche diverse possono legittimamente accettare o non accettare una stessa domanda di finanziamento, oltre a spiegare diversamente le cause dell'eventuale diniego, essendo diversi i criteri di valutazione utilizzati e l'appetito per il rischio.

### 7.3 Trasparenza e correttezza delle condizioni di prestito.

Da sempre banche e imprese si confrontano sul tema della trasparenza delle condizioni di finanziamento. Dall'enfasi data negli anni ottanta al costo effettivo del credito (in presenza di tassi di interesse a due cifre) si è passati a privilegiare gli aspetti di correttezza e *compliance* dei comportamenti. Si sono avuti ripetuti esperimenti di autodisciplina e di protocolli di intesa tra rappresentanze associative<sup>24</sup>, in parallelo con una produzione normativa che è andata via via sviluppandosi, dalle regole sul TAEG del credito al consumo, alla loro generalizzazione ed estensione dalle disposizioni in tema di trasparenza bancaria, alle leggi e disposizioni applicative anti-usura e, più recentemente, anti-anatocismo.

Gli organi di supervisione hanno prodotto un *corpus* importante di disposizioni attuative e rapporti di analisi (si pensi alle indagini sul costo effettivo dei servizi di conto corrente bancario curate dalla Banca d'Italia<sup>25</sup>).

24 – Ad esempio, il portale [www.bankimprese.it](http://www.bankimprese.it) avviato nel 2006 per il confronto delle condizioni su alcuni prodotti bancari più diffusi.

25 – [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-costo-cc/indagine-costo-cc-2017/indagine\\_costo\\_conti\\_correnti\\_2016.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-costo-cc/indagine-costo-cc-2017/indagine_costo_conti_correnti_2016.pdf)

In collegamento con le norme anti-usura, si è sviluppato un flusso massiccio di contenzioso legale avverso la prassi bancaria della capitalizzazione degli interessi in conto corrente, associata in via di principio alla fattispecie dell'anatocismo, inteso come clausola contrattuale vessatoria o comunque iniqua<sup>26</sup>. A seguito di un importante flusso di contenzioso civilistico, la legge di stabilità 2014 (Legge n. 147 del 27 dicembre 2013, comma 629) ha modificato l'art. 120, comma 2 del Testo Unico Bancario, introducendo una disciplina innovativa in materia di anatocismo. La nuova norma prevede un divieto di capitalizzazione periodica degli interessi, innovando rispetto alla norma previgente che disponeva invece la legittimità dell'anatocismo alla sola condizione che gli interessi attivi e passivi fossero capitalizzati con la stessa periodicità (trimestrale, come previsto dalla comune prassi bancaria internazionale).

Il provvedimento d'urgenza del CICR del 3 agosto 2016 ha specificato i termini di applicazione del divieto di anatocismo, con importanti effetti pratici. Oltre a confermare il divieto di capitalizzare gli interessi sui conti correnti (attivi e passivi) con frequenza infra-annuale, il decreto citato ha introdotto un periodo di grazia per il pagamento degli interessi passivi dal 31 dicembre (data di computo) fino al 1° marzo dell'anno successivo. La continuazione della pratica più semplice dell'addebito in conto è condizionata all'acquisizione di un'apposita autorizzazione da parte del cliente e risulta in ogni caso complicata dalla necessità di far trascorrere comunque il periodo di grazia di due mesi.

È diffusa una consulenza legale che fa leva sull'utilizzo sistematico della denuncia della banca e del suo personale per usura e anatocismo. Questo avviene spesso per conto di clienti in stato di *default* che puntano a sospendere le procedure esecutive a loro carico. Le accuse di "usura bancaria" si rivelano poi infondate in sede giudiziaria, come dimostra il fatto che la totalità del-

26 – Si rinvia alla sezione tematica in materia sul sito della Banca d'Italia <https://www.bancaditalia.it/servizi-cittadino/cultura-finanziaria/informazioni-base/anatocismo/>



## Parte 1 – Normativa Bancaria

le domande di accesso ai fondi anti-usura con tale motivazione sono respinte, come rilevato nella Relazione 2017 del commissario antiracket<sup>27</sup>.

La normativa di tutela del cliente pone in capo alla banca degli obblighi di comunicazione scritta che si traducono nella redazione di corposi documenti che vengono poi sottoposti all'interessato, che appone più firme di accettazione. Per quanto siano corredate da fogli sintetici che dovrebbero riassumere le condizioni essenziali di offerta del servizio, il formato di questi documenti e la modalità con cui vengono trasmessi al cliente non facilitano certo una comunicazione chiara ed efficace. È come se le informazioni non fossero scritte per far capire l'operazione al cliente, ma piuttosto per contrastare preventivamente le pretese dell'avvocato che in futuro potrebbe agire in giudizio contro la banca per conto dello stesso cliente.

Per andare oltre questo stato di cose, si dovrebbero prima di tutto innovare i supporti di comunicazione, ad esempio utilizzando i portali di internet e *mobile banking* o la posta elettronica, configurando opportunamente il formato delle informazioni trasmesse, che dovrebbero mettere in luce le modifiche rispetto a precedenti contratti collegati (come nel caso di rinnovo di una linea di credito).

### **7.4 I sistemi di composizione extra-giudiziale delle controversie.**

L'Arbitro Bancario Finanziario (ABF) è un sistema di risoluzione alternativa delle controversie che possono sorgere tra i clienti e le banche e gli altri intermediari in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari<sup>28</sup>. Rappresenta un'opportunità di tutela

27 – [http://www.interno.gov.it/sites/default/files/relazione\\_antiracket\\_2017.pdf](http://www.interno.gov.it/sites/default/files/relazione_antiracket_2017.pdf)

28 – V. Bianco, L'Arbitro Bancario Finanziario a sette anni dalla nascita <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/Bianco-20170420.pdf> e il sito istituzionale dell'ABF <https://www.arbitrobancariofinanziario.it/abf/index.html>

più semplice, rapida ed economica rispetto a quella offerta dal giudice ordinario (non è necessaria l'assistenza di un avvocato). Le decisioni dell'ABF non sono vincolanti come quelle del giudice ma, se l'intermediario non le rispetta, la notizia del loro inadempimento è resa pubblica (con possibile danno reputazionale). Il cliente può ricorrere all'ABF solo dopo aver cercato di risolvere la controversia inviando un reclamo scritto all'intermediario. Se la decisione dell'ABF è ritenuta non soddisfacente il cliente, l'intermediario o entrambi possono rivolgersi al giudice.

Dalle ultime relazioni annuali sull'attività dell'ABF<sup>29</sup>, si rileva che in parte prevalente i ricorsi presentati riguardano prestiti al consumo (cessione del quinto), servizi di pagamento e rapporti di conto corrente. Si registra un numero rilevante di controversie relative alle segnalazioni in Centrale Rischi riguardanti soggetti in "sofferenza". Per un efficace messa a fuoco delle controversie, è importante che i Collegi dispongano di competenze sia giuridiche (di solito apportate dai membri designati dalla Banca d'Italia e dalle Associazioni) sia aziendalistiche e finanziarie (integrate dal personale di segreteria della Banca d'Italia).

### **7.5 Posizionamenti e proposte.**

La banca deve essere vista dall'impresa come partner e non certo come antagonista. Una sana e proficua relazione di clientela deve fondarsi sulla fiducia e sul dialogo da pari a pari, reso possibile dalla messa in campo di adeguate competenze da parte di entrambi gli attori. Per realizzare queste auspicabili condizioni, devono essere promossi i Servizi di accompagnamento nell'accesso al credito, come l'iniziativa Bancopass con la quale Assolombarda mette a disposizione strumenti di autodiagnosi e comunicazione finanziaria e assistenza accompagnamento nella relazione con le banche, oltre a programmi di formazione per imprenditori e personale delle aziende. L'affiancamento di esperti può stimolare lo

29 – <https://www.arbitrobancariofinanziario.it/abf/relazione-annuale/index.html>

## Parte 1 – Normativa Bancaria

sviluppo di professionalità interne all'azienda (figure di CFO qualificati per medie imprese) o di servizi di consulenza continuativa alla gestione finanziaria (rivolti alle micro e piccole imprese).

Meritano un'attenzione particolare le imprese in difficoltà finanziarie, alle quali devono essere rivolti servizi di sensibilizzazione e affiancamento (come *Osserva la tua impresa* di Assolombarda). Questo sforzo deve essere accompagnato dalla costituzione di presidi nelle banche o in *servicer* specializzati per la gestione dei rapporti con imprese in stato di inadempienza probabile (*unlikely to pay*), allo scopo di collaborare all'attuazione di soluzioni tempestive delle crisi idonee a salvaguardare il valore dell'impresa.

## **8. Il sistema delle garanzie pubbliche e mutualistiche.**

### **8.1 La riforma del Fondo centrale di garanzia per le Pmi.**

Il Fondo centrale è il principale strumento di politica industriale a livello nazionale a supporto del credito alle Pmi. Il suo funzionamento sarà sostanzialmente modificato per effetto della riforma varata nel 2017 limitatamente alle operazioni “Nuova Sabatini” e che dovrebbe essere estesa all’intera operatività dal 2019.

In termini di novità introdotte, la riforma avrà i seguenti impatti principali:

- l’applicazione di un modello di rating per la valutazione delle richieste di garanzia, con l’esenzione delle operazioni di minor importo di quelle con finalità particolari;
- nell’ambito delle operazioni valutate col nuovo modello di rating, l’estensione della platea delle imprese beneficiarie fino a ricomprendere quelle con probabilità massima di default (PD) del 9%;
- negli interventi veicolati dai confidi, la distinzione tra riassicurazione (copertura delle perdite su singole pratiche attivata al default dell’impresa debitrice, come avveniva in passato) e controgaranzia (copertura delle perdite in caso di “doppio default” di una massa significativa di imprese e, per effetto di ciò, del confidi garante);
- una nuova articolazione delle misure massime di copertura in funzione della PD del soggetto beneficiario (se l’operazione è soggetta a rating), della durata e della tipologia dell’operazione finanziaria, con percentuali maggiori per le classi di rating a maggior rischio;
- l’introduzione di nuove modalità di intervento a favore dei confidi: le operazioni a rischio tripartito, nelle quali il Fondo offre una riassicurazione del 33,5% e una controgaranzia del 33,5% (sull’erogato); sono riservate ai confidi autorizzati alla valutazione del merito di credito in forza del soddisfacimento

## Parte 1 – Normativa Bancaria

di stringenti requisiti patrimoniali e organizzativi.

- una copertura pari al livello massimo dell'80% per le operazioni a fronte di investimento;
- un importo massimo garantito per singola impresa pari a 2,5 milioni di euro.

Le nuove disposizioni hanno una formulazione molto articolata, e modificano anche le regole per le garanzie di portafoglio, le operazioni su sezioni speciali regionali e le procedure di revoca delle garanzie per insussistenza dei requisiti di ammissione<sup>30</sup>.

Confindustria nazionale, d'intesa con Abi, ha proposto di ampliare il perimetro di intervento del Fondo di Garanzia per le PMI al fine di adeguarne il ruolo alle esigenze di crescita delle imprese. In particolare si chiede di innalzare l'importo massimo garantibile dal Fondo da 2,5 a 5,0 milioni per beneficiario, nonché di estendere l'intervento del Fondo, attraverso la costituzione di un'apposita riserva di risorse, a favore delle imprese che abbiano fino a 500 dipendenti e avviino programmi di crescita.

### 8.2 Evoluzione del sistema della garanzia e ruolo dei confidi.

Nell'affrontare l'analisi del sistema confidi, occorre preliminarmente constatare che il suo presente è tuttora segnato dall'eredità pesante della crisi finanziaria globale, non ancora smaltita. Il contesto che si è venuto a determinare ha reso quasi proibitive le condizioni in cui confidi lavorano, se pensiamo al costo del rischio (tassi di default cumulativi 2009-2014 tra il 20 e il 50% e *Lost Given Default* o LGD misura del rischio di recupero del credito da parte della banca sui prestiti chirografari dell'80-95%), volumi in calo,

30 – Si rinvia per una descrizione più approfondita a Brunozzi, Pierpaolo, *La riforma del Fondo di garanzia per le PMI*, Slide dell'intervento a Confires 2018, Firenze, 22 febbraio 2018, <https://www.confires.it/wp-content/uploads/atti-2018/02-brunozzi.pdf> e Sappino, Carlo, *Il Fondo di garanzia per le Pmi*, Slide dell'intervento alla Convention Fedart Fidi, Torino, 17 novembre 2017, [http://fedartfidi.it/mu/files/II-e-III-Sessione\\_Carlo-Sappino.pdf](http://fedartfidi.it/mu/files/II-e-III-Sessione_Carlo-Sappino.pdf)

crescita dei costi operativi e di *compliance*, cambiamento dei modelli distributivi, con il contestuale abbattimento dei rendimenti sugli investimenti di tesoreria *risk-free* per effetto del *quantitative easing*.

Il sistema confidi è suddiviso nelle due componenti dei confidi vigilati, iscritti all'Albo unico ex art. 106 TUB, e dei confidi minori, in attesa di iscrizione all'elenco ex art 112 TUB.

Il comparto dei confidi vigilati è in contrazione. Dal giugno 2015 al dicembre 2017<sup>31</sup> il loro numero è diminuito da 62 a 38. I motivi sono vari: alcuni confidi sono stati assorbiti in operazioni di concentrazione, altri hanno preferito proseguire l'attività come confidi minori. Due grandi soggetti (Eurofidi e Unionfidi Piemonte) sono stati posti in liquidazione volontaria per l'impossibilità di ripristinarne il patrimonio a livelli adeguati. La riduzione del numero dei confidi non è di per sé un elemento negativo se porta a un consolidamento del settore. Tuttavia sono in diminuzione anche i volumi delle garanzie intermediati da tali intermediari. Le statistiche sul credito confermano che il calo dei prestiti garantiti dai confidi è ancora più pronunciato nei riguardi delle imprese di piccole dimensioni.

Si contano oltre 400 confidi minori tuttora iscritti nel "vecchio" elenco ex art. 155, comma 4 TUB sono. Di questi circa 70 risultano inattivi, mentre più di 200 sviluppano volumi di garanzie limitati con meno di 100 imprese assistite, per cui soltanto un centinaio di confidi possono essere considerati intermediari con un'operatività rilevante. Si può pertanto prevedere una contrazione anche tra i confidi minori, che devono comunque affrontare le sfide dettate dalla nuova normativa di bilancio e dall'auspicabile avvio dell'Organismo di supervisione ex art. 112 TUB.

Secondo le associazioni di rappresentanza dei confidi, la concorrenza della garanzia diretta del Fondo Pmi veicolata dalle banche sarebbe la causa principale della contrazione osservata per

31 – Zeloni, Luca, *Intervento al convegno "Il rilancio del sistema delle garanzie in Italia"*, Unione industriali, Napoli, 6 dicembre 2017, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/zeloni-061217.pdf>

la garanzia mutualistica. In proposito, questo spiazzamento dei confidi può essere letto come un “danno collaterale” della scelta politica (presa nel 2008 e rafforzata nel DL Salva Italia del 2011) di rafforzare il Fondo centrale con la concessione della garanzia di ultima istanza dello Stato, nonché di aprirlo a una platea più ampia di intermediari e di beneficiari per stabilizzare l’offerta di credito alle Pmi. Per effetto del suddetto cambio di politica, l’intervento in garanzia diretta è diventato per le banche un’opzione assai conveniente. La garanzia diretta infatti beneficia di maggiori percentuali massime di copertura sull’esposizione sottostante (fino all’80%, contro il 64% ottenibile sulla controgaranzia). Sulla parte garantita dal Fondo (e in ultima istanza dallo Stato), la banca beneficia della ponderazione zero a fini di Vigilanza. Il tutto al prezzo di una commissione “politica”, di norma compresa tra 0 e 1% senza differenze per durata e rating.

Lo scenario prospettico mantiene aperte sfide impegnative per i confidi. Alle pressioni esercitate dallo scenario creditizio e normativo, i confidi hanno risposto con diverse strategie di difesa. Generalizzando, queste sono consistite nell’alzare l’asticella della selezione del rischio mettendo al bando la crescita ad ogni costo dei volumi. Alcuni hanno rilanciato le operazioni a rischio cappato (*segregate, tranché cover*). Altri hanno puntato a ridurre i costi di organizzazione e *compliance* accettando di ritornare tra i confidi minori. Nei casi di successo, si sono sviluppati i ricavi da servizi e in particolare le commissioni di brokeraggio su prodotti creditizi e assicurativi. Molti confidi hanno innalzato le commissioni e gli apporti a capitale sociale o fondi rischi richieste ai clienti.

La diversificazione delle linee di attività e delle fonti di ricavi è vista in ogni caso come un ingrediente necessario delle nuove strategie dei confidi. Come auspicato dal Direttore generale di

Confidi Systema!<sup>32</sup>, i confidi devono proseguire nel processo di consolidamento per raggiungere una dimensione utile a interpretare il ruolo di *hub* capace di favorire la diversificazione delle fonti di finanziamento attraverso garanzie, impiego diretto della finanza di proprietà, cofinanziamento e servizi di *advisory*. Seguendo tale direzione, i confidi potrebbero supportare nuove forme di intermediazione basate su Fintech, come il *social/marketplace lending* e l'*invoice financing*, o forme di credito diretto basate su cambiali finanziarie e minibond. I programmi europei a supporto del finanziamento delle Pmi incentivano queste forme di innovazione dell'offerta<sup>33</sup>.

I confidi devono poter contare su un segmento di operatività sana capace di generare volumi adeguati e sostenibili. Diverse amministrazioni regionali hanno deciso di proteggere l'*habitat* operativo dei confidi avvalendosi dell'opzione (ai sensi della lettera r della legge Bassanini<sup>34</sup>) di limitare l'operatività del Fondo centrale alla controgaranzia intermediata dai confidi e dai fondi regionali di garanzia. Le regioni che negli ultimi anni hanno disposto tale limitazione per le pratiche di minor importo unitario (indicativamente tra 100 e 150 mila euro) sono le Marche, l'Abruzzo, la Lombardia e il Veneto, e più recentemente si sono mosse nella stesa direzione Friuli Venezia Giulia ed Emilia Romagna. La regione Toscana applica da tempo la stessa limitazione in via generalizzata. La regione Lazio è invece andata in direzione opposta, sospendendo nel dicembre 2013 la riserva prima vigente a favore della controgaranzia.

La limitazione dell'operatività del Fondo alla controgaranzia presenta diverse controindicazioni: oltre a determinare una situazione di conflitto tra confidi e sistema bancario, può portare

33 – Vedi programma della piattaforma Lendix sostenuto dalla BEI, <https://www.crowdfundinsider.com/2018/01/127122-lending-marketplace-lendix-raises-e200-million-institutional-financing-trailblaze-european-alternative-sme-finance/>

34 – Decreto legislativo 31 marzo 1998 n. 112, art. 18, comma 1, lettera r).



(e di fatto ha portato) a un calo dei volumi garantiti rispetto alle regioni dove questa riserva non opera, dovuto a carenze della dotazione patrimoniale e della rete distributiva dei confidi locali. Pertanto, la limitazione dell'accesso al fondo rischia di andare a detrimento delle imprese, beneficiarie ultime dei suoi interventi, che subiscono una contrazione del credito garantito dal Fondo centrale e una probabile crescita del costo effettivo (maggiorato dalle commissioni di garanzia).

In via generale, si giudica opportuno evitare queste forme di limitazione, concepite dal legislatore in un contesto in cui il Fondo svolgeva una funzione circoscritta di garante di secondo livello in via sussidiaria, non paragonabile a quella assunta a far tempo dal 2008.

### **8.3 Rilanciare la collaborazione strategica banche-confidi.**

La convergenza di obiettivi tra banche e confidi deve essere realizzata rispetto a obiettivi strategici comuni di lungo periodo. Questa collaborazione virtuosa può svilupparsi nel segmento delle aziende a rischio di razionamento che possono essere rese bancabili con la *coaching* e il supporto patrimoniale dei confidi. Le funzioni svolte dai confidi nella lavorazione di pratiche di finanziamento che non comportano assunzione di rischio diretto possono essere riposizionate su società di servizi promosse dalle Associazioni di categoria.

Un possibile nuovo spazio di collaborazione potrà svilupparsi nel caso in cui le nuove regole sulle rettifiche degli Npl<sup>35</sup> consentano di trattare le garanzie dei confidi e quella del Fondo centrale come forme di attenuazione del rischio eleggibili per classificare un'esposizione come *secured*, e in quanto tale soggetta al meno stringente vincolo temporale di svalutazione al 100% in 7-8 anni, anziché in 2 anni. Deve peraltro essere accertato che tale interpretazione sia accettata nell'interlocuzione con la Commissione europea e con la Bce.

**35 – V. sopra Piani d'azione e linee guida per la riduzione dei crediti deteriorati.**

#### 8.4 Posizionamenti e proposte.

Nel complesso quadro descritto in precedenza si individuano le seguenti possibili iniziative per migliorare la funzionalità del sistema pubblico e mutualistico della garanzia.

Per favorire il rafforzamento, la crescita professionale e la diversificazione dell'offerta dei confidi, è opportuno promuovere processi di aggregazione costruiti attorno a progetti industriali credibili, con il sostegno delle amministrazioni regionali (come nel caso di successo rappresentato da Confidi Systema! in Lombardia). Tali progetti esigono la sperimentazione di nuovi modelli di business aperti a servizi innovativi (consulenza, fidejussioni per contratti non creditizi, intermediazione di prodotti assicurativi) e interventi su forme di finanziamento non bancarie (minibond, cambiali finanziarie, *peer-to-peer lending*). Questo non esclude la presenza nel sistema di modelli operativi diversi, comprendenti confidi minori con assetti e professionalità adeguate.

Per migliorare l'efficienza e la condivisione di intenti all'interno del sistema della garanzia pubblico-privata, occorre incoraggiare:

- l'adozione di procedure di scambio dati in formati digitali standard tra banche, confidi, Fondo centrale, Amministrazioni e finanziarie regionali, Camere di commercio;
- la ricerca di accordi nelle regioni che applicano la limitazione alla controgaranzia ex Legge Bassanini, basati su analisi di impatto rigorose dell'effetto addizionale e del rapporto costi/benefici per le imprese di tale opzione.

Per utilizzare la leva della garanzia pubblica a vantaggio delle medie imprese operanti in filiere produttive ad alta crescita, si raccomanda di innalzare a 5 milioni l'importo massimo garantito dal Fondo centrale per singola impresa, unitamente all'allargamento della platea dei beneficiari alle imprese fino a 500 dipendenti. Tale ampliamento, apprezzabile anche per le ricadute positive che può avere sulle imprese della filiera di fornitura, richiede tut-

## **Parte 1 – Normativa Bancaria**

tavia un'attenta valutazione del costo addizionale della misura per il bilancio pubblico, oltre a criteri di ammissione stringenti per evitare lo scarico di posizioni ad alto rischio che metterebbero in pericolo la qualità del portafoglio in carico al Fondo centrale.

## 9. Considerazioni conclusive.

A conclusione di questo rapporto non si può ignorare l'incertezza che avvolge la materia affrontata. Quello che accadrà nei prossimi mesi potrebbe modificare radicalmente il quadro della situazione qui rappresentato e i giudizi e le raccomandazioni espresse di conseguenza. Il processo di revisione dei regolamenti e delle direttive bancarie in corso nelle istituzioni europee dovrebbe concludersi nel dicembre 2018. Entro tale termine il Governo in carica stabilirà la linea da tenere su tali *dossier* tecnici, che sono soltanto un tassello dei più vasti programmi di completamento dell'Unione economica e monetaria.

Le divergenze con l'Europa emerse sui temi dell'immigrazione e della legge di bilancio potrebbero radicalizzarsi. Si spera che prevalgano ragionevolezza e realismo, da ambo le parti. La tensione a rivedere in senso migliorativo l'architettura dell'Unione bancaria può dare un impulso nuovo ad affrontare i nodi e le criticità evidenziate in questo documento. Come questa spinta virtuosa possa esprimersi, superando le contrapposizioni preconcette e l'inerzia degli accordi sottoscritti in passato - palesemente imperfetti -, non è dato oggi saperlo.

C'è però una condizione da realizzare qualunque sia lo scenario esterno: l'Italia deve intraprendere un progetto coraggioso di ammodernamento delle competenze, dei modelli operativi e dell'infrastruttura legale e istituzionale a supporto del finanziamento del sistema produttivo. Questo è il compito al quale sono chiamate le istituzioni, le imprese e le banche italiane. Il primario interesse del Paese è ragione sufficiente per affrontare la sfida.

# Capital Markets Union

2

A cura di  
**Marcello Messori**

### **Abstract**

Nonostante gli elevati e crescenti margini di autofinanziamento, le imprese non finanziarie italiane denunciano – ancor più di quelle dell’Unione Economica e Monetaria Europea (UEM) – una forte dipendenza dal credito bancario. Ciò è legato al fatto che, pur in presenza della recente espansione dei mercati azionari dedicati alle piccole e piccolo-medie imprese e di quello dei *corporate bond*, in Italia la capitalizzazione di borsa è la più bassa fra i grandi paesi dell’euro area e l’incidenza dei debiti di mercato rimane al di sotto della media europea. Si tratta quindi di utilizzare le aperture, offerte dalle iniziative della UEM, per ridurre la dipendenza delle imprese italiane dal credito bancario. L’elevato livello della ricchezza finanziaria, detenuta dalle nostre famiglie, non basta per risolvere il problema. L’allocazione dei portafogli finanziari delle famiglie non corrisponde, infatti, alle esigenze di finanziamento del settore produttivo e, a fronte di una minore centralità delle banche, la debolezza degli investitori istituzionali e – in parte – di quelli professionali non assicura la ricomposizione di questo divario. Allo scopo, sarebbe necessario sviluppare nuovi strumenti finanziari e irrobustire i segmenti non-bancari dei mercati finanziari italiani ed europei.

Le innovazioni, introdotte di recente in Italia (per es.: *mini-bond*, PIR), non sono state però dirimenti per le imprese di piccola e piccolo-media dimensione. Uno dei loro limiti fondamentali risiede nel fatto che tali innovazioni si sono mal adattate alle diverse caratteristiche dei potenziali emittenti. Risulta perciò necessario ridisegnare gli strumenti finanziari disponibili e combinarli in modi diversi, così da rispondere alle specifiche esigenze di finanziamento delle varie imprese. Soprattutto, risulta oppor-

## Parte 2 – Capital Markets Union

tuno offrire a queste imprese accessi indiretti ai mercati dei *corporate bond* e delle azioni. Cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate consentono ai potenziali piccoli e piccolo-medi emittenti obbligazionari di superare le diseconomie di scala e di scopo. L'intermediazione di fondi 'aperti' e 'chiusi' (incluse le Special Purpose Acquisition Company o SPAC) consente ai potenziali piccoli e piccolo-medi emittenti azionari di superare eccessi di costo e vincoli di liquidità.

Il principale risultato del presente lavoro è che, a parità di altre circostanze, per le piccole e piccolo-medie imprese italiane l'accesso indiretto anziché diretto ai mercati finanziari è una soluzione 'dominante' (ossia preferibile) non solo per il debito ma anche, pur se in forma più debole, per il capitale. Ciò non significa, però, che tale tipologia di imprese eviti ogni penalizzazione. A parità di robustezza patrimoniale e di redditività, i mercati tendono ad attribuire un rischio maggiore alle piccole e piccolo-medie imprese che alle grandi. Si apre così lo spazio per efficaci interventi statali e per il disegno di schemi pubblico-privati di incentivo in grado di correggere queste distorsioni di mercato.

## 1. Da dove si parte in Italia.

Le caratteristiche di fondo delle strutture finanziarie e produttive europea e italiana sono note. L'area dell'euro risulta caratterizzata da contenute dimensioni di impresa sia nel settore manifatturiero che in vari comparti dei servizi; per di più l'Italia presenta la maggiore incidenza di piccolissime, piccole e piccolo-medie imprese fra i principali stati membri. Basti pensare che più del 95% delle imprese italiane attive ha meno di 10 addetti<sup>1</sup>. Questa articolazione dimensionale ha, come contraltare, un abnorme peso del credito bancario nella composizione delle passività finanziarie delle nostre imprese sia nella manifattura che nei servizi non finanziari. Anche se le restrizioni nell'offerta di credito seguite alla crisi finanziaria internazionale del 2007-'09 hanno ridotto tale peso e anche se la forte selezione di mercato ha accresciuto i margini di autofinanziamento, l'insieme delle imprese italiane continua ad accusare uno dei più elevati *leverage* bancari nell'euro-area; e ciò vale, a maggior ragione, per gran parte delle nostre piccolissime, piccole e piccolo-medie imprese<sup>2</sup>. I mercati italiani delle azioni e delle obbligazioni *corporate* sono, di conseguenza, molto 'sottili'.

Relativamente agli Stati Uniti, i paesi europei hanno mercati azionari poco sviluppati. Per di più, anche se si escludono paesi come il Lussemburgo o i Paesi Bassi e si limita il confronto ai principali stati membri dell'euro-area, l'Italia fa segnare la più bassa incidenza della capitalizzazione di borsa delle proprie imprese finanziarie e non finanziarie rispetto al PIL (36,8% a maggio e 35,7% a settembre 2018). Nel confronto europeo riferito al 2017,

1 - Cfr. dati Istat.

2 - Si noti che l'abituale definizione italiana di piccolo-media impresa tende a incorporare anche le imprese di piccolissima e piccola dimensione e fa, comunque, riferimento a dimensioni inferiori alla corrispondente classificazione europea. Si approfondirà il problema nei paragrafi 3 e 4. Per ora basti sottolineare che, al fine di evitare un'eccessiva eterogeneità nei confronti con altri paesi, nel testo si evita la locuzione estesa di piccolo-media impresa italiana distinguendo sempre fra dimensione piccolissima, piccola e piccolo-media.



la Germania ha una capitalizzazione pari al 61,5%, la Francia al 106,5% e la Spagna al 67,8%<sup>3</sup>. Per giunta, poco più del 10% di questa modesta capitalizzazione di borsa (632,5 miliardi a settembre del 2018) è coperto dai tre segmenti di mercato dedicati alle piccolo-medie imprese. Infatti, sempre a settembre 2018: il FTSE Italia Small Cap è costituito da 125 società con una capitalizzazione totale di soli 18,2 miliardi di euro (pari a poco meno del 2,9% dell'intero mercato); lo STAR risulta composto da 74 società con una capitalizzazione totale di 41,4 miliardi di euro (pari a meno del 6,4% dell'intero mercato); il FTSE AIM Italia, riservato a realtà con alto potenziale di crescita, raggruppa 113 società con una capitalizzazione totale di soli 7,7 miliardi di euro (pari a meno dello 1,2% dell'intero mercato)<sup>4</sup>.

L'apparato produttivo italiano ricorre in misura ancora troppo modesta anche ai debiti obbligazionari. Fin verso la fine del secolo scorso, il mercato nazionale dei *corporate bond* era dominato da grandi imprese cosicché era molto basso il numero degli effettivi offerenti. Poi all'inizio degli anni duemila, proprio quando alcune delle medie e piccolo-medie imprese italiane avevano

- 3 – Cfr. dati World Bank. Si aggiungano due elementi. Primo, la dinamica italiana non è incoraggiante: allo scoppio della crisi finanziaria internazionale, il peso della capitalizzazione di borsa del complesso delle nostre società sfiorava il 50% del PIL ossia era, grosso modo, allineato agli attuali valori tedeschi. Secondo, la distanza italiana dalla media europea risulterebbe accentuata se si limitasse l'analisi al settore non finanziario privato: la composizione delle società italiane quotate denuncia un peso molto più elevato che altrove del comparto finanziario e delle imprese ancora sotto il diretto o indiretto controllo pubblico.
- 4 – Cfr. Borsa Italiana, *Borsa Share Capitalisation*, 28 settembre 2018. Va peraltro sottolineato che i segmenti di mercato, dedicati da Borsa italiana alle piccolo-medie imprese, hanno rappresentato un dato innovativo nel panorama europeo (si pensi, in particolare, al mercato AIM). Le considerazioni, svolte nella precedente nota 2, contribuiscono a spiegare perché un'elevata quota delle nostre imprese abbia difficoltà ad accedere a tali segmenti di mercato.

iniziato a entrare in questo mercato, scoppiarono gli scandali alla Cirio o alla Parmalat con un innalzamento dei costi specie per le emissioni di più piccola serie. Nonostante ciò, va riconosciuto che la dimensione del mercato italiano dei *corporate bond* è in forte espansione: dal picco della crisi finanziaria internazionale alla fine del 2017, tale dimensione è più che raddoppiata raggiungendo i 144 miliardi di euro. Il tasso di crescita, che nel periodo recente è stato al di sopra della media degli altri grandi paesi europei (nel 2017: 3,4% rispetto allo 1,8% della Germania), ha fatto sì che i *corporate bond* abbiano ormai un peso pari a circa il 16% del totale dei debiti esterni delle nostre imprese; un dato allineato a quello tedesco, anche se pari a meno della metà di quello francese (37%) e a circa i due terzi di quello medio dell'euro-area (23%)<sup>5</sup>. Se combinato con i bassi tassi di capitalizzazione, il dato non è comunque sufficiente per fare sì che le nostre piccole e piccolo-medie imprese abbiano adeguati accessi ai mercati finanziari non-bancari.

Gli assetti finanziari italiani ed europei sono destinati a subire profonde evoluzioni nel prossimo futuro. È vero che la ristrutturazione dei bilanci, attuata dalle banche europee come risposta alle crisi recenti, ha mirato alla riduzione dei rischi di mercato e a una ri-focalizzazione sui prestiti e sulla raccolta di depositi<sup>6</sup>. Questo ritorno al modello bancario tradizionale, anche basato su una forte compressione dei costi a salvaguardia di (contenuti) margini di profittabilità, non può però rappresentare l'equilibrio di lungo termine dei mercati finanziari del dopo-crisi, specie in un

5 – Cfr. BNL, *Focus settimanale del Servizio Studi*, 2 marzo 2018. È incoraggiante che i divari italiani si riducano ulteriormente, qualora si limiti l'analisi all'indebitamento pluriennale. In quel caso, il peso dei *corporate bond* sul totale del finanziamento esterno di analoga scadenza sale al 22% per le imprese italiane a fronte del 40% per le imprese francesi e del 18% di quelle tedesche (26% nella media dell'euro-area).

6 – Cfr. European Commission, *European Financial Stability and Integration Review 2018*, Brussels 2018, ch. 3.

## Parte 2 – Capital Markets Union

paese come l'Italia finora caratterizzato da un quasi-monopolio bancario riguardo ai finanziamenti delle imprese e alla gestione della ricchezza finanziaria delle famiglie (cfr. sotto). Come è stato ripetutamente sottolineato dalle istituzioni europee<sup>7</sup>, il completamento dell'Unione bancaria e la progressiva realizzazione della *Capital Markets Union* (CMU) spingeranno anche a cambiamenti dal lato della domanda. Le piccolo-medie imprese europee di successo faranno crescente ricorso ai segmenti non bancari dei mercati finanziari. Dati i suoi attuali ritardi, il nostro paese deve prepararsi a raccogliere la sfida.

Al riguardo, l'Italia può fare assegnamento su una rilevante risorsa: la ricchezza finanziaria delle famiglie che, dopo aver subito l'impatto negativo delle crisi, ha raggiunto i valori massimi dell'ultimo ventennio (poco più di 4.400 miliardi di euro) alla fine del 2017. L'attuale allocazione di tale ricchezza non sembra, però, favorire la crescita dei comparti non bancari dei mercati finanziari. Infatti, esaminando la dinamica degli investimenti finanziari effettuati dalle famiglie italiane nel nuovo secolo, si ha che le componenti con il più elevato tasso di crescita sono state i depositi bancari e i prodotti assicurativi e previdenziali. Nel 2017, circa il 50% della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane era collocato in uno di questi due strumenti (rispettivamente, circa il 26,5% nel primo e poco meno del 23% nel secondo)<sup>8</sup>. Una crescita più moderata è stata registrata dalla detenzione di azioni non quotate: dopo aver raggiunto il picco nel 2006, nel 2017 il loro livello si è attestato sugli 850 miliardi di euro (pari a una quota di poco più del 19% sulla ricchezza finanziaria delle nostre famiglie); la corrispondente incidenza delle azioni quotate nel portafoglio del-

7 – Si veda per esempio European Commission, *Communication on Completing the Capital Markets Union by 2019*, Brussels 2018; cfr. anche: *French German Roadmap for the Euro Area*, Meseberg, June 19<sup>th</sup>, 2018.

8 – Banca d'Italia, *Relazione annuale anno 2017*, 29 maggio 2018.

le nostre famiglie è stata inferiore al 5%<sup>9</sup>. Pur se con oscillazioni nel tempo, le sottoscrizioni di fondi comuni sono rimaste – grosso modo – invariate alle quote di venti anni fa (pari, nel 2017, a circa l'12,2% della suddetta ricchezza); viceversa, si è drasticamente ridotto il valore delle obbligazioni detenute dalle famiglie italiane che, dopo aver raggiunto un massimo nel 2009, a fine 2017 si è attestato intorno ai 305 miliardi di euro (circa il 6,9% della ricchezza finanziaria totale)<sup>10</sup>.

Tale allocazione della ricchezza finanziaria italiana conferma che solo una piccola parte è direttamente investita in comparti non-bancari dei mercati finanziari. La ricchezza delle nostre famiglie potrebbe essere comunque indirettamente utilizzata per lo sviluppo di questi comparti, se vi fosse una forte presenza di investitori istituzionali orientati a indirizzare le loro risorse verso usi produttivi. Viceversa, in Italia gli investitori istituzionali svolgono ruoli – tutto sommato – marginali.

Come attestano i dati COVIP a fine giugno 2018, il complesso dei nostri Fondi pensione (Fondi preesistenti, Fondi contrattuali, Fondi aperti e Pip) ha un patrimonio totale di poco superiore ai 165 miliardi di euro<sup>11</sup>. Ne deriva che, mentre in molti stati nord-europei i Fondi pensione sono rilevanti investitori finanziari anche perché possiedono patrimoni molto superiori al PIL, in Italia il loro peso è inferiore al 10% del PIL nazionale. Per giunta i circa 50 miliardi, detenuti dai Fondi pensione contrattuali a fine 2017, hanno un'allocazione così vincolata dalle regole normative e dalle scelte strategiche degli amministratori e degli iscritti

9 – Per la ripartizione fra azioni quotate e non quotate, i dati si riferiscono al terzo trimestre del 2017 e sono tratti da: BNL, *Focus settimanale del Servizio Studi*, 9 marzo 2018.

10 – Cfr. Banca d'Italia, *Relazione annuale anno 2017, 29 maggio 2018*. L'ultimo dato è fortemente influenzato dalla riduzione della detenzione di obbligazioni bancarie da parte delle famiglie italiane, che è imputabile alla crisi di numerose banche e alla nuova normativa e regolamentazione europea.

11 – Cfr. COVIP, *La previdenza complementare: principali dati statistici*, giugno 2018.

da schiacciare verso il basso la quota attesa che sarà destinata, nell'immediato futuro, alla sottoscrizione di obbligazioni o di azioni emesse da imprese non finanziarie italiane. I vincoli meno stringenti, che si applicano alle scelte di portafoglio dei Fondi preesistenti e – a maggior ragione – dei Fondi pensione aperti e dei Piani Individuali Pensionistici o Pip (meno del 30% del patrimonio totale dei Fondi italiani), non sono tali da modificare il quadro in misura significativa. Il risultato è che il peso, attribuibile a questo cruciale investitore istituzionale per il finanziamento di mercato delle imprese non finanziarie italiane, è – a regole date – di modesta entità: peccando di ottimismo, non dovrebbe eccedere i 5 miliardi di euro.

L'altra tipologia di grandi investitori istituzionali, il ramo vita delle assicurazioni operanti in Italia, ha un peso maggiore. Peraltro, anch'essa è sottoposta a rilevanti vincoli prudenziali nell'allocatione delle attività. Nel valutare la convenienza relativa delle diverse classi del proprio attivo, le compagnie di assicurazione devono infatti tener conto della specifica valutazione di solvibilità attribuita a ciascuna di tali classi. Il connesso requisito di solvibilità, che dipende largamente dalla stima dei regolatori riguardo al rischio di perdita istantanea in caso di *shock* esogeni, condiziona la composizione degli attivi di ogni compagnia di assicurazione, sebbene quest'ultima mantenga la propria autonomia nella fissazione del livello di *risk appetite*.

Fatto è che, a valori di mercato, alla fine del 2017 il totale degli investimenti dei rami vita e danni (esclusi quelli destinati a contratti *index* e *unit linked*, classe D, il cui rischio finanziario è in capo agli assicurati) è risultato pari a 697 miliardi di euro a fronte di un ammontare totale di attivi di oltre 920 miliardi. Circa il 52% dei 697 miliardi è stato allocato in titoli governativi, mentre un altro 0,7% è stato destinato al settore pubblico e il 32% ai settori finanziari e assicurativi. Si ha così che solo il 15,3% (poco meno di 107 miliardi di euro) è stato impiegato per investimenti non finanziari: circa il 3,9% nella manifattura, il

2,4% nell'energia e il 2% nell'informatica e comunicazione. Sempre a fine 2017, il totale degli investimenti del solo ramo vita è ammontato a 539 miliardi di euro, frutto di una crescita di poco inferiore al 124% nell'ultimo decennio e del 12,3% nell'ultimo biennio esaminato; e, in tale caso, il peso dei titoli governativi è stato pari al 56,2%<sup>12</sup>. Le stime dell'Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (ANIA), che sono aggregate e non specificano quindi l'allocazione per comparti, offrono un quadro un po' più ottimistico ma non sostanzialmente difforme. Esse indicano che "gli investimenti in obbligazioni *corporate* sono stati pari a 138 miliardi di euro, mentre quelli in fondi di debito, azioni in società non collegate e in opere infrastrutturali hanno raggiunto 57 miliardi, ossia circa lo 8% delle riserve". Non è, peraltro, possibile stabilire quale quota delle cifre dette venga destinata alle piccole e alle piccolo-medie imprese. Una valutazione grossolana induce a pensare che sia sensibilmente inferiore al 10% - ossia, in valore assoluto, molto inferiore a 10 miliardi di euro.

In Italia operano altre due tipologie di investitori, non definibili investitori istituzionali in senso proprio ma comunque in grado di svolgere ruoli istituzionali significativi: le società di gestione del risparmio e le fondazioni di origine bancaria<sup>13</sup>.

Le attività, che fanno capo alle società di gestione del risparmio operanti in Italia, sono multipli di quelle detenute dagli investitori istituzionali fin qui esaminati. Secondo i dati Assogestioni, a giugno 2018 queste attività erano infatti di poco inferiori ai 2.100 miliardi di euro, ossia raddoppiate rispetto al 2011 e pressoché equiripartite fra gestioni collettive e gestioni di portafoglio. Pur trascurando che le componenti assicurative e previdenziali di quel patrimonio comportano duplicazioni rispetto agli impieghi degli investitori istituzionali prima esaminati, carotaggi sull'allocazione dei portafogli dei fondi comuni di investimento e degli

12 - Elaborazioni FeBAF su dati ANIA e IVASS.

13 - Le fondazioni di origine bancaria hanno un patrimonio modesto, che è ancora largamente investito nel settore bancario e finanziario. Ai nostri fini, il loro ruolo può essere trascurato.

## Parte 2 – Capital Markets Union

altri veicoli del risparmio gestito operanti in Italia suggeriscono che: la quota, destinata alla sottoscrizione di azioni e obbligazioni emesse dall'insieme delle imprese non finanziarie italiane, è inferiore al 7%. Per giunta, una parte trascurabile di tale percentuale riguarda attività finanziarie emesse da piccole e piccolo-medie imprese. Neppure il risparmio gestito ha, quindi, un peso decisivo per il finanziamento delle imprese non finanziarie italiane specie di piccole e piccolo-medie dimensioni.

In conclusione, non è agevole riallocare il patrimonio finanziario delle famiglie italiane in funzione di un crescente utilizzo delle componenti non bancarie del nostro mercato finanziario.

## 2. Le iniziative europee.

Il precedente paragrafo ha mostrato che l'Italia è stretta nella morsa di un'eccessiva dipendenza delle imprese non finanziarie dal credito bancario e di un'allocazione troppo tradizionale della ricchezza finanziaria delle famiglie. Il problema è, da tempo, all'attenzione degli esperti finanziari e dei nostri responsabili di politica economica e, come vedremo tra breve (cfr. par. 3), ha stimolato varie iniziative nazionali con diverso successo. Tuttavia, prima di entrare nel merito di queste iniziative, si tratta di liberare il campo da un'ovvia obiezione: perché si sono fin qui considerati (e si considereranno nel prosieguo della nostra analisi) solo i mercati e gli intermediari finanziari operanti in Italia? In un mondo in cui i mercati internazionali sono fortemente interconnessi e l'Unione europea (EU) sta costruendo da tempo un mercato unico, perché le imprese italiane non si finanziano presso risparmiatori e intermediari europei o esteri? I dati CONSOB, relativi agli azionisti rilevanti delle società quotate italiane, sembrano rafforzare le potenzialità di tale canale. Essi indicano infatti che le strutture proprietarie delle nostre maggiori imprese già annoverano un numero consistente di investitori istituzionali e professionali internazionali, il cui insieme detiene - in alcuni casi - la maggioranza azionaria.

Facendo però riferimento ai dati relativi all'insieme degli assetti proprietari delle imprese italiane e si tiene conto della forte selettività degli investimenti esteri nel nostro paese, emerge che i finanziamenti internazionali riguardano un numero limitato delle nostre grandi e medio-grandi società e una quota trascurabile delle nostre piccole e piccolo-medie imprese. Gran parte di queste ultime ha accessi vincolati ai soli mercati finanziari nazionali. Pur essendo particolarmente accentuato in Italia, il fenomeno riguarda anche il resto dell'euro-area e dell'EU. Le crisi finanziarie e 'reali' recenti hanno ridotto la diversificazione dei flussi di capitale e, quindi, delle fonti di finanziamento soprattutto per le imprese di più modesta dimensione. In controtendenza con la prima



## Parte 2 – Capital Markets Union

fase dell'euro, si è così accentuata la frammentazione dei mercati finanziari europei che ha alimentato l'*home bias* degli investitori e ha innescato un 'circolo vizioso' con impatti negativi sul più generale processo di integrazione tra gli Stati membri.

Da giugno 2012, tale deriva ha innescato la reazione delle istituzioni europee. La realizzazione del primo e di parte del secondo pilastro dell'Unione bancaria (BU) e il varo della *Capital Markets Union* (CMU) hanno, infatti, mirato a costruire una maggiore integrazione dei mercati finanziari europei. Lo stallo nel completamento della BU, dovuto all'irrisolta tensione fra riduzione e condivisione dei rischi, e la connessa difficoltà di sviluppare operativamente i capisaldi della CMU non hanno, tuttavia, permesso di superare la frammentazione dei mercati finanziari europei. È emerso così che, in mancanza di innovazioni nei relativi mercati dei singoli stati membri (a partire da quelli con i maggiori problemi strutturali) volti ad aumentarne l'efficienza e a ridurne i rischi, questo stallo tenderà a incancrenirsi. L'auspicio è che, sia prima (vertici europei di dicembre 2018) che dopo le elezioni del Parlamento europeo (maggio 2019), si determini una positiva interazione fra progressi nella BU e nella CMU, da un lato, e innovazioni nei mercati finanziari nazionali di paesi come l'Italia, dall'altro. In tale prospettiva, è utile richiamare alcuni di quegli aspetti della CMU che potrebbero favorire l'accesso delle piccole e piccolo-medie imprese al mercato dei capitali. Si tratta di: piena attuazione del 'passaporto europeo' per i fornitori di servizi finanziari, semplificazione dei prospetti e degli adempimenti per l'emissione di attività finanziarie sui mercati, rafforzamento di fonti innovative di finanziamento (per esempio, il *venture capital* e il *crowdfunding*). Sarà poi opportuno valutare l'impatto sui mercati finanziari italiani dei possibili progressi esaminati.

Per favorire la concorrenza transfrontaliera e quella fra piattaforme alternative di finanziamento e per ridurre i costi di accesso alle diverse forme di finanziamento, la CMU ha attivato

un Piano di azione nel settembre del 2015. Questo Piano, già rivisto a metà del 2017 e – poi – nel marzo del 2018, prevede fra l'altro di: facilitare gli investimenti transfrontalieri; semplificare l'accesso e la raccolta di capitali nei mercati aperti al pubblico da parte delle imprese; finanziare l'innovazione, le *startup* e le società non quotate; costruire efficienti e trasparenti mercati europei delle cartolarizzazioni; rafforzare gli investimenti infrastrutturali e quelli sostenibili nel lungo termine. Soprattutto lo stesso Piano mira a incentivare le quotazioni delle piccolo-medie imprese che, realizzando spesso tassi di crescita al di sopra della media, svolgono un ruolo cruciale per il sostegno degli investimenti e dell'occupazione.

Fin dal lancio della CMU nel 2015 è emerso che, per le imprese europee di piccolo-media dimensione, i costi delle *Initial public offering* e quelli successivi ma direttamente connessi risultavano proibitivi: essi assorbivano fino al 15% del valore dell'operazione pari a circa il doppio dell'incidenza sopportata dalle grandi imprese. Divari rilevanti pesavano anche sui costi delle relative emissioni obbligazionarie in mercati regolamentati. A giugno 2017, la Commissione europea ha perciò emesso un Regolamento (1129/2017) relativo al Prospetto da pubblicare per le offerte pubbliche o per l'ammissione alla negoziazione di titoli in mercati regolamentati che ne semplificava e modernizzava la procedura di redazione al fine di attenuare gli svantaggi gravanti sulle piccolo-medie imprese; inoltre, a fine 2017, la stessa Commissione ha lanciato una consultazione per verificare se le norme europee per la trasparenza e contro gli abusi di mercato fossero proporzionate alla dimensione dell'emittente ossia non creassero barriere asimmetriche all'entrata. Nel maggio del 2018, lo sviluppo degli *SME growth markets* ha poi mirato a rafforzare e rendere pienamente operativo il segmento finanziario dedicato alle piccolo-medie imprese europee, riducendo i costi di *compliance* e assicurando elevata liquidità ma assicurando – al

contempo – presidi adeguati per la protezione degli investitori<sup>14</sup>.

Unito all'impegno di eliminare forme di tassazione che penalizzavano il capitale azionario rispetto alle varie forme di debito, tali iniziative intendono costruire segmenti di mercato per le piccolo-medie imprese europee che siano snelli ed efficienti così da ridurre gli scalini nell'accesso ai mercati finanziari fra le società di diversa dimensione.

La CMU ha anche cercato di facilitare e regolamentare le innovazioni europee per il finanziamento delle *startup* e dei salti dimensionali delle piccolo-medie imprese. Negli ultimi anni, l'euro-area e la EU hanno moltiplicato le forme di credito non bancario a favore di queste tipologie di imprese: piattaforme di prestiti, cessioni dei crediti commerciali accumulati, prestiti tra pari (*peer-to-peer lending*). Inoltre, si sono rafforzati il *crowdfunding*, le disponibilità di capitali informali nelle fasi di lancio (*business angels*) e il *venture capital*. A marzo 2018, a fronte della rapida crescita del *crowdfunding* in alcuni stati membri dell'euro-area che ha portato a una moltiplicazione nel numero delle piattaforme rispetto al 2015 (500), la Commissione europea ha presentato una proposta di Regolamento e una di Direttiva per i fornitori dei relativi servizi con l'obiettivo di creare un mercato integrato e trasparente e di abbattere i costi del capitale. Inoltre, la Commissione ha anche ottenuto l'approvazione di un regolamento sul *venture capital* per promuovere forme strutturate di raccolta pan-europea di fondi.

Sempre nell'ambito della CMU, la Commissione ha poi definito una proposta di quadro regolamentare della EU per forme semplici, standardizzate e trasparenti di cartolarizzazione anche volte a ri-calibrare i requisiti prudenziali delle banche. Tale iniziativa riveste fondamentale importanza in quanto riduce le distanze fra debito bancario e debito di mercato e può aprire così

14 – Cfr. anche European Commission, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) n. 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets*, Brussels, May 2018.

la strada a modalità indirette di emissione di *corporate bond* e di azioni anche per le imprese italiane di piccola e di piccolo-media dimensione (cfr. *infra*, par. 6 e 7).

Infine, la CMU ha mirato all'obiettivo di agevolare il finanziamento degli investimenti infrastrutturali e di quelli sostenibili a lungo termine. La Commissione europea è partita dalla constatazione che le assicurazioni ramo vita e i fondi pensione avrebbero un ruolo cruciale da svolgere al riguardo, ferma restando la sana e prudente gestione delle loro attività e passività. Negli ultimi anni, le nuove normative e regolamentazioni (in particolare, *Solvency II*) hanno però creato vincoli stringenti agli impegni finanziari di lungo termine delle assicurazioni, specie nel caso di coinvolgimento delle piccolo-medie imprese. La Commissione ha reagito, modificando quella parte di *Solvency II* relativa al calcolo dei requisiti patrimoniali regolamentari che si applicano alle diverse categorie di attività detenute dalle società di assicurazione e di riassicurazione nel caso di partecipazione a piani di investimento<sup>15</sup>. Essa sta anche riesaminando le modalità, attraverso le quali gli investitori istituzionali possono operare nel *private equity* e nel collocamento privato di titoli; e ha raccolto quell'evidenza empirica in merito ai principali ostacoli alla distribuzione transfrontaliera dei fondi di investimento (commissioni sproporzionate, vincoli di commercializzazione, eccessivi oneri amministrativi da parte del paese ospitante, specificità fiscali) che ha portato, nel marzo del 2018, sia a proposte legislative per agevolare la distribuzione transfrontaliera di Organismi di investimento Collettivi in Valori Mobiliari (OICVM) e di Fondi alternativi di investimento (modifica dei regolamenti EuVECA e FEIS) sia a proposte più generiche per un'efficace gestione dei rischi relativi ai Fondi europei di investimento di lungo termine (ELTIF).

Queste componenti del Piano di azione non esauriscono gli obiettivi della CMU. La Commissione mira a completare la riforma della regolamentazione e della supervisione di modo che l'integrazione e la stabilità delle varie componenti dei mercati finanzia-

15 - Si veda il Regolamento delegato (UE) 2015/61 della Commissione del 10 ottobre 2014.

## Parte 2 – Capital Markets Union

ri europei trovino effettivo fondamento in un *Single Rulebook*. In tale contesto, la Commissione intende regolare più efficacemente le controversie nell'attribuzione della proprietà dei titoli finanziari allorché emittente e investitori hanno sede in stati membri diversi (prevalenza della residenza abituale dei creditori: si veda la proposta legislativa del Parlamento europeo di marzo 2018). Inoltre, la Commissione ritiene essenziale garantire che i mercati europei dei capitali e del debito dispongano di infrastrutture efficienti e sicure di post-negoziazione. Infine, come dimostra il varo della *Payment Service Directive*, la Commissione è consapevole della necessità di incorporare il progresso tecnologico per rafforzare la concorrenza e ridurre i costi. A quest'ultimo proposito, sempre a marzo 2018, essa ha varato uno specifico Piano di azione sul FinTech per sfruttare le innovazioni prodotte da *blockchain* e da altre applicazioni dell'*information technology* e per rafforzare la resilienza informatica dei mercati finanziari europei.

### 3. Cosa si sta muovendo in Italia.

Spingendo per una sempre maggiore integrazione del mercato europeo dei capitali e del debito e – quindi – per la crescita degli investimenti transfrontalieri nell’euro-area e nella EU, la CMU offre opportunità di diversificazione dei portafogli finanziari delle famiglie e delle fonti di finanziamento delle imprese (specie di piccolo-medie dimensioni), operanti nell’industria e nei servizi non finanziari dei diversi stati membri, rispetto agli strumenti e alle aree geografiche. Per realizzarsi effettivamente, tali opportunità devono però trovare una corrispondenza e un sostegno in adeguate innovazioni negli strumenti finanziari e nei mercati nazionali caratterizzanti i singoli stati membri. Per le ragioni già esaminate, l’Italia potrebbe trarre rilevanti e specifici vantaggi dall’introduzione di queste innovazioni. È quindi importante esaminare le iniziative più promettenti, messe in atto a tale riguardo dal nostro paese durante gli ultimi anni. La tesi, qui sostenuta, è che ci si possa limitare a due elementi: il varo dei cosiddetti *mini bond* e il lancio dei Piani Individuali di Risparmio (PIR).

Sebbene siano nati da alcuni anni, i *mini bond* si sono affermati nel corso del 2017. Più del 42% delle 326 imprese, che hanno complessivamente effettuato 467 emissioni di questa specifica tipologia di obbligazioni, ha realizzato almeno un collocamento nel 2017; e per quasi il 32% del totale si è trattato della prima emissione. Il 2017 ha pesato in misura ancora più rilevante riguardo alle emissioni delle piccole e piccolo-medie imprese: circa la metà del totale delle imprese, che hanno emesso *mini bond* e che appartengono a tale classe dimensionale (154), ha realizzato almeno un collocamento in quell’anno. Ciò detto, il mercato dei *mini bond* rimane molto ristretto: le piccole e piccolo-medie imprese hanno raccolto, nel loro complesso, meno di 3 miliardi di euro<sup>16</sup>. Pertanto, l’emissione di *mini bond* rischia di introdurre nuove segmentazioni in mercati finanziari già troppo ‘sottili’ sen-

za offrire uno strumento di finanziamento in grado di attenuare, in misura significativa, la futura dipendenza delle piccole e piccolo-medie imprese italiane dal credito bancario.

I PIR sono un'attività finanziaria più giovane rispetto ai *mini bond*. Il loro avvio è, infatti, avvenuto proprio nel 2017. Essi si caratterizzano per tre aspetti<sup>17</sup>: rappresentano una forma di investimento fiscalmente incentivata, posto che vengano detenuti per almeno un quinquennio; hanno vincoli annuali (30.000 euro) e totali (150.000 euro) rispetto all'ammontare massimo sottoscrivibile da ciascun aderente; hanno vincoli di allocazione in quanto il 70% dell'investimento deve essere riservato a titoli finanziari, emessi da imprese che fanno parte della EU o dello Spazio economico europeo e che hanno una presenza stabile in Italia, e il 21% dell'investimento non può riguardare titoli quotati sul FTSE Mib o su analoghi mercati azionari ma va destinato a emissioni di piccola o piccolo-media impresa.

Al suo esordio annuale in Italia, questo nuovo strumento è stato monopolizzato dal risparmio gestito e ha assorbito a fine 2017 emissioni di titoli per circa 15,8 miliardi di euro (di cui 10,9 miliardi basati su una nuova raccolta, corrispondente – grosso modo – allo 11% della raccolta netta del settore; e poco meno di 5 miliardi frutto di riallocazioni di portafogli gestiti). Si tratta, dunque, di un'attività con un potenziale significativo tanto che, nel 2017, è entrata nei portafogli finanziari di circa 800.000 investitori italiani (500.000 dei quali estranei, fino a quel momento, al settore del risparmio gestito). Il rallentamento nel tasso di crescita dei PIR durante i primi mesi del 2018 (a fine marzo, il loro patrimonio ha raggiunto i 17,5 miliardi di euro) non modifica il giudizio di

**17 – In quanto segue, si farà spesso implicito riferimento a: Politecnico Milano-Intermonte, *I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano*, Quaderni di ricerca Intermonte, n. 3, marzo 2018. Si è anche tenuto conto delle analisi svolte, al riguardo, da: Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n.1, 2018.**

medio periodo<sup>18</sup>. Per giunta, i PIR tendono a stimolare l'accesso a forme diverse di finanza per la crescita. Essi hanno, perciò, un potenziale impatto positivo sia sull'operare di ELITE che sulle nuove quotazioni e sull'andamento dei mercati finanziari secondari<sup>19</sup>.

Nonostante il loro positivo potenziale, i PIR non sono esenti da problemi. Per fare solo tre esempi. Primo: dati l'incentivo fiscale alla loro detenzione di medio-lungo periodo e la fase ciclica in cui è avvenuta la loro emissione iniziale (il possibile culmine della ripresa europea), i PIR incorporano un implicito ma significativo rischio di mercato che andrà sottoposto a scrutinio nell'ambito di MIFID 2. Secondo: le commissioni di ingresso e di gestione, fissate dai fondi sui PIR, si sono attestate al di sopra della media del mercato italiano del risparmio gestito; per giunta, esse sono state arricchite da commissioni di *performance* (75% dei casi) e/o di uscita (18% dei casi). Terzo: essendo stati prevalentemente collocati in segmenti 'sottili' del mercato finanziario italiano e concentrati su un limitato spettro di titoli, i PIR rischiano di generare una 'bolla' finanziaria a danno dei sottoscrittori.

Nel medio-lungo periodo, il manifestarsi di tali problemi potrebbe spingere le famiglie italiane a investimenti finanziari ancora più prudentziali rispetto a quelli attuali, con l'effetto di accrescere la già eccessiva distanza fra allocazione della ricchezza e finanziamenti non bancari delle imprese (cfr. sopra, par. 1). Nel breve periodo, vi è poi un effettivo problema allocativo che – ai nostri fini – è ancora più rilevante di quelli potenzialmente intervenienti nel lungo periodo. Infatti, nonostante i vincoli di portafoglio sopra precisati, i PIR non sono stati prevalentemente utilizzati per

18 –Cfr. Politecnico di Milano – Intermonte, *I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitali nel mercato borsistico italiano, Quaderni di Ricerca Internazionale, N.3, marzo 2018. Si è nache tenuto conto delle analisi svolte, al riguardo da: Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, N.1, 2018.*

19 – ELITE è una società, controllata da Borsa, che sostiene l'evoluzione delle imprese ad "alto potenziale" facilitandone l'accesso ai capitali fino alla quotazione in mercati azionari.



## Parte 2 – Capital Markets Union

finanziare le imprese di piccola o piccolo-media dimensione, che non sarebbero state altrimenti in condizione di effettuare emissioni su mercati regolamentati, oppure per sostenere varie forme di *private equity*. L'impatto maggiore dei PIR è stato di moltiplicare gli scambi nello FTSE Italia Small Cap, nello STAR e nel FTSE AIM, finanziando così emittenti già presenti in quei mercati. Per giunta, questa moltiplicazione degli scambi non ha prodotto un ispessimento del mercato azionario italiano nel suo complesso, in quanto è stato – grosso modo – compensato dalla riduzione negli scambi sul FTSE Mib. Infine anche la parte dei PIR, utilizzata per portare alcune delle oltre 500 società operanti sulla piattaforma ELITE a un *Initial public offering* sull'AIM, ha avuto impatti più limitati di quanto potrebbe apparire a prima vista. Il pur consistente numero di quotazioni iniziali, avvenute nel 2017 con il contributo dei PIR, ha soprattutto riguardato le SPAC, ossia quei nuovi veicoli di investimento che raccolgono fondi liquidi per selezionare - solo in un secondo momento - le società da quotare.

La conclusione è quindi che le iniziative, assunte in Italia per rafforzare e differenziare le fonti di finanziamento delle imprese non finanziarie – soprattutto di piccola e di piccolo-media dimensione, non consentono ancora un adeguato utilizzo delle prospettive aperte dalla CMU e dall'ampliamento degli strumenti finanziari nei mercati internazionali.

Le spiegazioni, che si possono addurre al riguardo, sono svariate e – talvolta – contrastanti. Taluni sostengono che sia ancora insufficiente il disegno di nuovi strumenti finanziari dedicati alle nostre piccole e piccolo-medie imprese; e aggiungono che tali strumenti andrebbero, in ogni caso, valorizzati mediante l'adozione di ulteriori discipline e regolamentazioni specifiche e incentivanti (non solo sotto il profilo fiscale) e mediante il ricorso a investitori professionali per queste stesse tipologie di imprese. Altri sostengono invece che la moltiplicazione di strumenti finanziari per le piccole e le piccolo-medie imprese non sia auspicabile specie per paesi come l'Italia e, più in generale, per la maggioranza

dei paesi dell'euro-area. Infatti, in presenza di mercati finanziari non bancari 'sottili', l'ampliamento della gamma di strumenti finanziari avrebbe il prevalente effetto di introdurre ulteriori segmentazioni e di rafforzare, così, le inefficienze degli scambi finanziari. La raccomandazione è, quindi, di utilizzare gli strumenti esistenti per ispessire i comparti dei mercati finanziari italiani ed europei innovandone la struttura e l'organizzazione.

Al di là di tali contrastanti valutazioni, la discussione sembra condividere un aspetto fondamentale. Pur prescindendo dall'insieme di 'esternalità' negative, che ha condizionato e continua a condizionare le scelte delle nostre imprese e lo stesso processo di sviluppo economico e sociale dell'Italia<sup>20</sup>, uno dei maggiori ostacoli all'adattamento del nostro mercato finanziario a quello europeo risiede nel fatto che le iniziative della EU e dell'euro-area poggiano su una definizione di piccolo-media impresa che mal si adatta alla struttura produttiva del nostro paese. Non si intende qui mettere in dubbio che la normativa primaria vada elaborata a livello europeo, così da evitare l'emanazione di regole nazionali incentrate su forme sleali di concorrenza fra stati membri al fine di attrarre investimenti europei e internazionali. Questa necessità di accentramento vale anche per le specifiche discipline europee, esaminate nel precedente paragrafo 2 con riferimento alla CMU, che rendono più semplice, meno oneroso e libero da forme di *gold plating* l'accesso delle piccolo-medie imprese europee a fonti non bancarie di finanziamento. Tuttavia, se applicate – senza mediazioni – alle imprese italiane che sono schiacciate sulle piccolissime e piccole dimensioni (cfr. sopra, par. 1), le soglie di

**20 – Nella presente nota si trascura il problema delle "esternalità" che richiederebbe un'analisi critica di fondamentali istituzioni economiche italiane rispetto a quelle europee: inefficacia della mediazione politico-istituzionale, inefficienza della nostra pubblica amministrazione, lunghezza della nostra giustizia amministrativa, scollamento fra qualità dell'offerta e della domanda di lavoro, e così via. Per le stesse ragioni, si assume che le dimensioni delle nostre imprese siano un dato esogeno non modificabile.**

fatturato e di capitalizzazione europee risultano così elevate da non offrire una significativa discriminazione. In Italia è, cioè, problematico applicare alle nostre piccole e piccolo-medie imprese le discipline e regole disegnate per la dimensione piccolo-media definita nella EU. Un esempio recente è fornito dal regolamento Consob relativo al *crowdfunding*, che ha esteso a tutte le piccolo-medie imprese tale forma di accesso al mercato dei capitali prima riservata alle *startup* e alle imprese innovative.

Sarebbe però improprio attribuire un'eccessiva importanza al problema. La Commissione europea sta elaborando definizioni di micro, piccola e media impresa che aggiornino la vecchia classificazione del 2003 e meglio si adattino alle diverse realtà degli stati membri; al riguardo, nel 2017 ha effettuato una consultazione orientativa che si è tradotta - nel 2018 - in una vera e propria consultazione aperta<sup>21</sup>. Anche assumendo che l'iniziativa sia coronata da successo e rispetti i tempi di applicazione previsti (2020), qualsiasi nuova definizione non sarebbe in grado di colmare i divari in termini di fonti di finanziamento, di cui soffrono le nostre piccole e piccolo-medie imprese rispetto a quelle degli altri stati membri dell'euro-area. L'evidenza empirica mostra infatti che, anche a parità di soglia massima di capitalizzazione, le imprese degli altri maggiori paesi della EU (Germania, Francia e Regno Unito) accedono in misura molto maggiore ai mercati azionari. Per esempio, se si fissa la soglia massima a 50 milioni di euro, in Italia il peso di questa tipologia di imprese è pari al 29% mentre nella media degli altri tre paesi si attesta intorno al 50%.

<sup>21</sup> – Cfr. Commissione Europea, *Consultazione pubblica sulla revisione della definizione di Pmi*, Bruxelles, 2018. Dopo essere intervenuta mediante Business Europe alla consultazione del 2017, Confindustria ha preso parte attiva a quella del 2018 (cfr. Confindustria, *Commenti, proposte e analisi sui temi oggetto della consultazione*, Roma, maggio 2018). Essa auspica che: le soglie dimensionali non vengano estese se non per parametrare i limiti di fatturato al tasso cumulato di inflazione del periodo 2003-2017; vi sia una semplificazione nel calcolo della dimensione aziendale nel caso di appartenenza a un gruppo; si favoriscano le *startup* e le imprese partecipate da fondi di *private equity*.

#### **4. Una nuova classificazione dei potenziali emittenti.**

Tali evidenze suggeriscono alcune proposte di intervento, concrete ed efficaci, per rafforzare l'accesso a fonti non bancarie di finanziamento da parte delle imprese italiane (specie piccole e piccolo-medie). In primo luogo, si tratta di procedere a classificazioni dimensionali più articolate delle nostre imprese in modo da individuare una potenziale corrispondenza fra ciascuna classe così definita e gli strumenti finanziari utilizzabili. Solo una volta ottenuto questo risultato, diventerà proficuo valutare se – in Italia – l'attuale offerta di strumenti finanziari sia adeguata o vada arricchita e se la corrispondente domanda di investimenti finanziari possa essere irrobustita rafforzando il ruolo di specifici investitori istituzionali (cfr. par. 5). Le risposte fornite suggeriranno, poi, di ri-modellare l'accesso delle piccole e piccolo-medie imprese italiane a specifici comparti del nostro mercato finanziario (in particolare, quello delle cartolarizzazioni e degli investitori professionali) (cfr. par. 6 e 7) e di valutare l'utilità di possibili interventi pubblici e fiscali (cfr. par. 8).

Assumendo come riferimento la classificazione operante nella EU almeno fino al 2020, si dovrebbe definire la piccola impresa italiana mediante due parametri: il numero di addetti (compreso tra 10 e 50) e il fatturato o la dimensione del bilancio annui (compresi tra 2 e 10 milioni di euro). Usando gli stessi parametri, la media impresa italiana sarebbe poi definita da un numero di addetti compreso fra 50 e 250 e da un fatturato annuo compreso tra 10 e 50 milioni di euro (dimensione del bilancio annuo compresa tra 10 e 43 milioni di euro). È tuttavia evidente che, se non sono qualificate, queste definizioni mal si adattano alla struttura dimensionale del settore produttivo italiano, dove più del 95% delle imprese ha meno di 10 addetti. Una loro applicazione meccanica implicherebbe infatti che la stragrande maggioranza delle imprese italiane ricadrebbe nella classe residuale della piccolissima dimensione; e che, a dispetto della loro rilevante presenza in mercati interna-

zionali, molte delle nostre imprese di maggior successo sarebbero più vicine alle piccole che alle piccolo-medie o – a maggior ragione – alle medie dimensioni. Di conseguenza, le iniziative europee per il rafforzamento delle forme di finanziamento non bancario escluderebbero gran parte delle nostre imprese, condannate a riprodurre la loro dipendenza dal credito bancario.

Se l'obiettivo è di formulare proposte per un più ampio accesso delle imprese italiane ai mercati del capitale e del debito pur nella consapevolezza dei ritardi accumulati rispetto agli altri paesi anche a parità di dimensione (cfr. le conclusioni del par. 3), si tratta di adattare la classificazione europea alle specificità italiane. È, in particolare, opportuno introdurre nuovi parametri quantitativi e qualitativi in grado di individuare corrispondenze fra partizioni più fini delle nostre piccole e piccolo-medie imprese e l'accesso ai diversi strumenti finanziari e ai comparti di mercato che sono già presenti o che possono essere introdotti in Italia.

I più ovvi parametri quantitativi aggiuntivi sono dati da: il ROE e ROI; l'EBITDA; i rapporti fra Posizione finanziaria netta (PFN) e EBITDA e fra PFN e Patrimonio netto (PN); la quota dei ricavi riconducibile alle esportazioni; la quota dei profitti riconducibile alla crescita; e così via. Per essere utilizzabili come criteri di riclassificazione delle imprese italiane di piccola e piccolo-media dimensione, tali parametri vanno tuttavia semplificati e aggregati fino a combinarsi con alcuni dei criteri dimensionali europei in modo da produrre un indicatore sintetico quantitativo. Come primo passo, essi sono suddivisibili in tre tipologie: parametri di *performance* (per esempio: EBITDA, ROE, tasso annuale composto di crescita del fatturato); parametri di efficienza (per esempio: incidenza del costo del lavoro e di altri *input* rispetto ai ricavi, ROI); parametri di sostenibilità finanziaria (per esempio: PFN/EBITDA, PFN/PN). Queste tre tipologie, combinate con uno dei criteri dimensionali europei (per esempio, il fatturato o – ancor meglio – un indicatore di sintesi fra fatturato e valore aggiunto così da tener conto della diversa integrazione verticale di ciascu-

na impresa), dovrebbero essere poi pesate e aggregate fino a sfociare in un indicatore quantitativo sintetico.

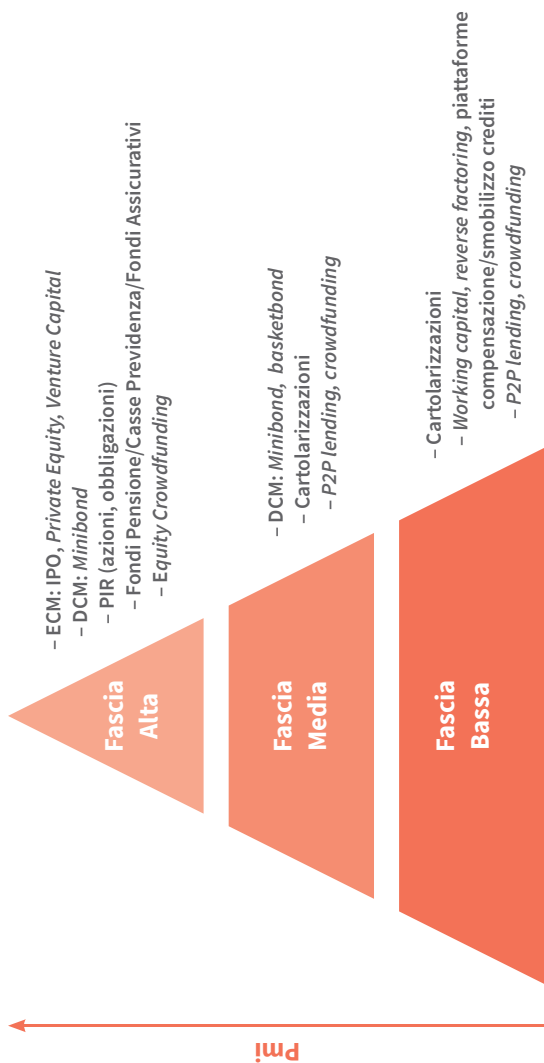
I parametri qualitativi rischiano di essere più dispersivi di quelli quantitativi perché tendono a coprire uno spettro ampio di aspetti. Essi possono riferirsi a: la struttura organizzativa e di *governance* delle imprese; la fase del loro ciclo di vita (*startup*, crescita, maturità); le loro potenzialità di sviluppo, come specificate nei Piani strategici e nei progetti – più o meno – innovativi di investimento; la loro presenza dinamica nei diversi mercati internazionali; il loro posizionamento relativamente ai comparti di attività o alle catene internazionali del valore di appartenenza; la loro specializzazione anche rispetto alle linee europee e nazionali di politica per l'industria o per i servizi; la rispondenza dei loro bilanci agli *standard* di trasparenza e ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS); la loro esposizione a certificazioni e *rating* esterni. È evidente che tali parametri qualitativi non sono utilizzabili nella loro complessità per affinare ulteriormente la riclassificazione delle imprese italiane di piccola e piccolo-media dimensione. Essi vanno, quindi, semplificati e aggregati in misura ancora più drastica di quelli quantitativi. Come primo passo, appare opportuno individuare quattro aree che non sono enumerate in ordine di importanza: la *governance*; la trasparenza; il comparto o la catena di appartenenza; il potenziale di sviluppo. I parametri, sopra enunciati, rientrano in una o più di queste quattro aree. Dopo che ognuna delle aree è stata così specificata, si tratta di combinarle in modo da pervenire alla fissazione di un fattore qualitativo sintetico di correzione dell'indicatore quantitativo sintetico come sopra definito. Ciò porta alla determinazione dell'indicatore sintetico corretto.

L'aspettativa, da verificare mediante accurati riscontri empirici (cfr. sotto), è che l'indicatore sintetico corretto permetta di meglio discriminare le piccole e le piccolo-medie imprese italiane rispetto ai loro accessi ai diversi strumenti e ai diversi comparti del mercato finanziario. A mero titolo esemplificativo, la Figu-

## **Parte 2 – Capital Markets Union**

ra 1 raggruppa le nostre piccole e piccolo-medie imprese in tre possibili classi che hanno accessi differenziati ai mercati azionari (ECM) e ai mercati del debito (DCM) e che possono utilizzare insieme diversi di strumenti finanziari. Al proprio interno, ognuna di tali classi (o fasce) dovrebbe avere un grado di omogeneità molto maggiore rispetto a quello offerto dalla classificazione di piccolo-media impresa della EU.

## → Figura 1 – Classi di Imprese e accessi ai mercati finanziari





## Parte 2 – Capital Markets Union

Di conseguenza, per ognuna delle fasce dovrebbe essere possibile stabilire con ragionevole accuratezza se: le emissioni di determinati strumenti di capitale o di debito e i connessi accessi a determinati comparti del mercato finanziario siano conformi agli specifici obiettivi aziendali; queste stesse emissioni e accessi comportino costi eccessivi o compatibili rispetto agli oneri medi sopportati da imprese concorrenti. La discriminazione fra le piccole e le piccolo-medie imprese italiane, così delineata, potrebbe inoltre guidare e rendere più efficienti i disegni di incentivo realizzati dai responsabili delle politiche finanziarie e fiscali. Essa segnalerebbe, infatti, l'inefficacia di incentivi disegnati per spingere fasce di imprese all'uso di strumenti finanziari che mal si adatterebbero alla loro tipologia quali-quantitativa.

Per contribuire a un'effettiva realizzazione di questa più accurata riclassificazione delle nostre piccole e piccolo-medie imprese, il gruppo di lavoro CMU ha proposto ad Assolombarda di effettuare un progetto-pilota selezionando un insieme di imprese da sottoporre alla metodologia sopra specificata. La ricerca empirica è stata condotta da Assolombarda e Unicredit. Essa ha riguardato imprese appartenenti al codice 28 della classificazione ATECO 2007 (fabbricazione di macchinari e apparecchiature nca). L'insieme delle imprese è stato costituito da società di capitali con fatturato compreso nell'intervallo 5 milioni - 120 milioni di euro.

Le imprese, che rientrano in tale intervallo e che sono associate ad Assolombarda, sono 238. A queste ultime è stato applicato, pur se in forma marginalmente semplificata rispetto ai tre parametri sopra selezionati (*performance*, efficienza e sostenibilità finanziaria), l'indicatore quantitativo sintetico. Il risultato è stato che 100 delle 238 imprese hanno ottenuto valori dell'indicatore quantitativo sintetico superiori alla media nazionale del settore. Anche per il progetto-pilota, si è deciso di applicare il fattore qualitativo sintetico di correzione a tutte le 238 imprese del settore. Ciò è avvenuto mediante la somministrazione di un questionario,

strutturato in undici domande, e la verifica di cinque parametri qualitativi aggiuntivi desumibili da dati già pubblici. Il risultato ottenuto ha consentito di selezionare tre diverse tipologie di imprese mediante l'indicatore sintetico corretto: la parte delle 238 imprese che appare pronta ad accedere al mercato dei capitali e al mercato del debito mediante l'utilizzo di un ampio spettro di strumenti finanziari; la parte che può raggiungere un risultato analogo, con qualche sforzo aggiuntivo e con un più limitato utilizzo di strumenti finanziari; la parte che non è ancora pronta per accedere direttamente ai mercati finanziari.

Pur nei limiti di un progetto-pilota, tale risultato ben si adatta alla rappresentazione della Fig. 1. Esso è però incentrato sugli emittenti e assume come dati gli strumenti finanziari, le scelte allocative degli investitori istituzionali e i comparti di mercato presenti in Italia. Per giunta, esso non distingue fra emissione degli strumenti e accesso ai mercati finanziari. Nel prossimo paragrafo e nei due successivi, si rimuovono gradualmente queste diverse semplificazioni: si lascia cadere il primo vincolo, che ha finora limitato l'analisi agli strumenti finanziari disponibili, e si esaminano possibili schemi per la riallocazione dei portafogli di specifici investitori professionali e istituzionali; si tiene, poi, distinta l'analisi delle innovazioni negli strumenti finanziari dall'analisi delle innovazioni negli accessi ai mercati.

## 5. Possibili innovazioni negli strumenti.

Si parta dagli strumenti finanziari già presenti nei mercati italiani, ma si apportino a essi innovazioni con il fine di aumentarne la trasparenza e la fruibilità da parte delle imprese di piccola e di piccolo-media dimensione che possono accedere ai mercati non bancari, ossia che sono classificabili nella fascia alta e in quella media della Fig. 1 (cfr. sopra). Al riguardo, si concentra l'attenzione su varie forme di capitale piuttosto che sui debiti non bancari. Data l'attuale configurazione del mercato finanziario italiano e gli insegnamenti tratti dalla recente crisi internazionale e dalla crisi del nostro settore bancario<sup>22</sup>, non si propone infatti l'introduzione di obbligazioni strutturate complesse (CDO, CDO<sup>2</sup>, e così via). Pertanto le innovazioni più importanti, che riguardano i debiti non bancari e – specificamente – i *corporate bond* e i capitali azionari, si basano sulla riorganizzazione dei relativi mercati e possono essere rinviati ai successivi paragrafi (cfr. par. 6 e 7). Qui ci si concentra sulle innovazioni che fanno riferimento a tre strumenti: l'ingresso e la connessa emissione di azioni sul mercato FTSE AIM Italia, il *crowdfunding* azionario, i PIR.

Al fine di facilitare l'accesso al mercato FTSE AIM Italia da parte delle piccole e piccolo-medie imprese specie della fascia media della Fig. 1, si propone l'introduzione di facilitazioni temporanee e parziali rispetto alla regolamentazione o alla prassi vigenti. Per le piccole imprese, tali interventi potrebbero riguardare – per esempio – il possibile parametro del fatturato utilizzato dal co-

22 – È noto che la rapida propagazione della crisi finanziaria del 2007-'09 dal mercato statunitense dei mutui *subprime* ai mercati finanziari internazionali è largamente imputabile alle catene di prodotti derivati, complessi e opachi, che avevano prodotto segmentazioni potenzialmente illiquide e selezionato equilibri 'cattivi'. Inoltre il ruolo, riservato al *bail-in* nei processi europei di risoluzione bancaria, ha fatto sì che le obbligazioni bancarie non garantite incorporino ormai non solo rischi di (il)liquidità e di mercato ma anche rilevanti rischi di controparte.

siddetto *nominated adviser* per l'ammissione di quella stessa impresa<sup>23</sup>; per le piccolo-medie imprese, le corrispondenti deroghe potrebbero riguardare invece i requisiti di governo societario (per esempio: la reportistica finanziaria o l'applicazione della direttiva sul *Market abuse*) utilizzati – anche in questo caso – dal *nominated adviser* per l'ammissione di quella stessa impresa.

Per evitare abusi o eccessi di discrezionalità, le facilitazioni dovrebbero essere circoscritte nel tempo e vincolate alla condizione di essere più che compensate da altri parametri quantitativi o qualitativi come definiti nel precedente paragrafo. In particolare, nel caso delle piccole imprese, l'esempio fatto dovrebbe richiedere che la compensazione sia assicurata da uno o più degli altri parametri quantitativi di *performance*, di efficienza e di sostenibilità finanziaria; e, nel caso delle piccolo-medie imprese, l'esempio fatto dovrebbe richiedere che la compensazione sia assicurata da altri parametri qualitativi. Ciò significa che le facilitazioni andrebbero riassorbite nell'indicatore sintetico corretto che permette di classificare le piccole e le piccolo-medie imprese italiane in fasce idonee all'accesso diretto ai mercati finanziari. A maggior tutela dei piccoli investitori, si potrebbero inoltre circoscrivere gli scambi azionari delle imprese, sottoposte a facilitazione temporanea, ai soli investitori istituzionali e professionali fino al passaggio al regime di regolamentazione 'completo'.

Al fine di rafforzare il *crowdfunding* azionario specie per le fasce medie e basse della Fig. 1 (cfr. sopra), si potrebbe applicare a una parte più ampia delle piccole e medie imprese italiane la previsione dell'articolo 103-ter del Testo Unico della Finanza (TUF), come modificato nel 2017. In quell'articolo, si stabilisce che “le quote di partecipazione in piccole e medie imprese costi-

23 – L'emittente, che accede allo FTSE-AIM Italia, deve essere accompagnato da un *nominated adviser* che, dopo averne valutato l'adeguatezza rispetto al regolamento, lo assiste nell'adempimento dei conseguenti compiti e responsabilità. Il *nominated adviser* è attivato da Borsa Italia che lo iscrive in un apposito Registro.

tuite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali [...]”. Tale possibilità andrebbe estesa a quelle piccole e piccolo-medie imprese italiane che soddisfano obblighi (annuali e semestrali) di informativa societaria sul proprio andamento economico, ottemperano a *standard* minimi di trasparenza nella comunicazione (per esempio: Bancopass)<sup>24</sup> e hanno appropriati assetti di *governance* (per esempio: consigli di amministrazione con almeno tre membri, di cui uno indipendente; collegi sindacali anche composti da un unico membro). Ne deriverebbe che gli investitori in azioni, emesse dalle imprese così selezionate, avrebbero – in linea di principio – la possibilità di ricorrere a una registrazione dematerializzata in grado di tenere anche conto dei successivi scambi.

Per rendere concreta tale possibilità, sarebbe necessario che un intermediario finanziario creasse e alimentasse una piattaforma privata di scambi in grado di replicare il funzionamento di borsa. Questa organizzazione ridurrebbe, drasticamente, i costi di emissione delle azioni sui mercati. Essa consentirebbe, inoltre, di educare gradualmente le nostre piccole e piccolo-medie imprese di fascia media e bassa a soddisfare quei requisiti organizzativi e gestionali che sono necessari per instaurare un efficiente rapporto con gli investitori istituzionali e professionali, con i piccoli investitori e con i vari comparti del mercato finanziario.

Infine, anche alla luce delle critiche prima rivolte all’attuale utilizzo dei PIR (cfr. par. 3), si tratterebbe di allocare una parte della liquidità connessa a tale nuovo strumento finanziario verso quelle piccole e piccolo-medie imprese italiane che non sono quotate su nessun mercato azionario e che incontrano ostacoli per uscire dal loro stato nel breve termine (cfr. la fascia bassa della Fig. 1). I gestori dei PIR, che – per ora – sono quasi sempre fondi di investi-

**24 – Bancopass è un’iniziativa che sostiene soprattutto le imprese di piccola e piccolo-media dimensione e le startup nelle loro scelte finanziarie, presenti e future, e nel più agevole e veloce utilizzo dei conseguenti strumenti finanziari.**

mento, sarebbero legittimati a imporre alle imprese beneficiarie quegli stessi obblighi di informativa societaria, di trasparenza e di *governance* che sono stati appena precisati per il caso del *crowdfunding* azionario e che sono propri di Bancopass.

Il legame con il mondo del *crowdfunding* potrebbe essere reso più operativo, nel caso in cui una parte dei PIR fosse sistematicamente utilizzata per aderire a Fondi alternativi di investimento e a ELTIF che finanziano le piccole e le piccolo-medie imprese mediante piattaforme di *lending crowdfunding*. In questi casi, il gestore dei fondi suddetti avrebbe il compito di selezionare il merito dei potenziali mutuatari e di allocare i conseguenti finanziamenti.

Si è accennato all'inizio del paragrafo che – specie in Italia – le innovazioni negli strumenti finanziari, di cui si sono appena esaminati tre esempi, sarebbero tanto più efficaci se interagissero con schemi per la riallocazione dei portafogli di specifici investitori professionali e istituzionali. Del resto, sia nel caso del *crowdfunding* azionario che in quello di nuovi utilizzi dei PIR, si sono chiamati in causa investitori professionali per svolgere ruoli diversi da quelli abituali. In quanto segue, si concentra invece l'attenzione sulla possibile riallocazione di una parte del portafoglio finanziario dell'investitore istituzionale che, negli ultimi anni, ha fatto segnare la crescita più significativa in Italia: le assicurazioni ramo vita. Al riguardo, si prendono a riferimento le iniziative più significative assunte di recente in un paese, la Francia, in cui tale investitore istituzionale ha – da tempo – un peso preminente.

È opportuno partire dal 2012 che pure coincide con il picco della crisi dell'euro-area. In quell'anno, ventiquattro compagnie di assicurazione e la Cassa Depositi e Prestiti francese (la *Caisse des Dépôts et Consignations*: CDC) vararono due fondi azionari (i Fondi NOVA) che vennero autorizzati a effettuare collocamenti privati (*private placement*). L'anno successivo la riforma del Regolamento del settore assicurativo ampliò lo spettro di strumenti finanziari, tramite i quali le assicurazioni francesi potevano allocare fino al 5% dei loro investimenti complessivi. I due strumenti

più utilizzati sono stati: i prestiti diretti a società non quotate e i fondi di prestito al settore produttivo (con il coinvolgimento della CDC). Nel 2013, fu anche redatto il Rapporto Berger-Lefevre volto a rafforzare il finanziamento delle piccolo-medie imprese da parte sia degli investitori istituzionali che – indirettamente – dei piccoli investitori privati<sup>25</sup>. Quel Rapporto ha introdotto i Piani di risparmio azionario per questa tipologia di imprese che possono assumere la forma di un contratto assicurativo. Tali Piani hanno una soglia massima di 75.000 euro e, se detenuti per almeno cinque anni, godono di un'esenzione fiscale sui guadagni in conto capitale<sup>26</sup>. Inoltre, sempre il rapporto Berger-Lefevre ha disegnato una nuova forma di contratti assicurativi sulla vita che sono etichettati come contratti per la crescita dell'euro (ECAV). Si tratta di contratti che prevedono finanziamenti obbligatori a favore delle piccolo-medie imprese e forniscono una garanzia (totale o parziale) sul capitale investito dopo otto anni di detenzione.

Il Rapporto Berger-Lefevre ha rappresentato uno spartiacque rispetto al coinvolgimento delle assicurazioni francesi nel finanziamento delle piccolo-medie imprese. Nell'anno successivo alla sua pubblicazione (2014) vennero effettivamente stipulati i primi ECAV che, alla fine del 2017, hanno però raggiunto il modesto ammontare totale di 2,3 miliardi di euro. Nel 2015, videro la luce due fondi (i Fondi NOVI) con il coinvolgimento di ventitré assicurazioni per finanziamenti azionari e di debito a favore di piccolo-medie imprese innovative e in crescita. Dal 2016, le compagnie assicurative francesi possono investire nel *private equity*.

Queste iniziative hanno prodotto risultati significativi. Nel 2016, le compagnie assicurative francesi hanno finanziato il settore produttivo per 1.400 miliardi di euro, di cui il 37% allocato in obbligazioni e il 17% in azioni. Il 56% di tale ammontare è stato destinato a imprese nazionali e quasi il 5% a piccolo-medie im-

25 – Cfr. K. Berger, D. Lefebvre, *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité*, 2 aprile 2013.

26 – È evidente che i PIR italiani hanno seguito il solco aperto dai Piani francesi di risparmio azionario.

prese. I 63,5 miliardi di euro, corrispondenti a quest'ultima percentuale, si sono inoltre equi-ripartiti fra strumenti di debito (32 miliardi) e azioni (quotate e non quotate: 31,4 miliardi). Anche se rapportati alla diversa dimensione del settore assicurativo, ramo vita in Francia e in Italia, si tratta di cifre che non trovano riscontro nel nostro mercato nazionale (intorno ai 5 miliardi: cfr. par. 1). Si ritiene pertanto che, tenuto conto della regolamentazione europea, sarebbe opportuno adattare alcune delle iniziative francesi del periodo 2012-2016 al caso italiano.



## 6. Possibili innovazioni nell'accesso ai mercati.

Si è già accennato al fatto che le innovazioni più importanti, relative ai debiti non bancari e – specificamente – ai *corporate bond*, si basano su un aspetto fino a qui trascurato: la riorganizzazione dei mercati finanziari. Tale riorganizzazione può essere rilevante anche per l'accesso delle piccole e piccolo-medie imprese italiane ai capitali azionari. Nel prosieguo del presente paragrafo, si esaminano possibili riorganizzazioni dei nostri mercati del debito e delle azioni utilizzando uno schema analitico che, per varie componenti, è applicabile a entrambi i mercati. Dopo aver sottolineato gli elementi comuni e specifici ai due casi, nel prossimo paragrafo (cfr. par. 7) si esaminano i punti di forza e di debolezza propri ai *corporate bond* o alle azioni e alle rispettive e distinte proposte di *policy*.

Specie in Italia, il collocamento di *corporate bond* da parte delle piccole e piccolo-medie imprese incontra difficoltà perché i mercati sono così 'sottili' da essere poco liquidi (cfr. par. 1); inoltre, anche se ha una solidità patrimoniale e reddituale allineata a quella delle grandi imprese, la tipologia delle piccole e piccolo-medie imprese viene quasi sempre percepita dai mercati come più rischiosa. Ne deriva che, per gli emittenti italiani di *corporate bond*, le economie di scala e la correlazione inversa fra dimensione e attribuzione di rischio hanno un peso rilevante. Le imprese con dimensioni più contenute tendono a non raggiungere una scala minima efficiente in ciascuna serie di emissioni e devono quindi sopportare, *ceteris paribus*, più elevati costi unitari e più bassi prezzi di mercato – corrispondenti a più alti tassi di interesse. Ciò spiega perché si inneschi una sorta di circolo vizioso che disincentiva il ricorso a debiti di mercato da parte delle piccole e piccolo-medie imprese italiane.

Ragionamenti analoghi vanno ripetuti per l'accesso ai capitali azionari. Le nostre piccole e piccolo-medie imprese soffrono di due svantaggi rispetto a quelle di più grandi dimensioni spe-

cie se già quotate in mercati azionari regolamentati. Primo: in genere, le nuove azioni delle piccole e piccolo-medie imprese tendono a essere collocate in segmenti di mercato ‘sottili’; il che comporta, analogamente al caso delle emissioni di obbligazioni di piccola serie, una probabilità troppo elevata di non raggiungere una scala minima efficiente in termini di liquidità del flottante. Secondo: rispetto a emissioni azionarie delle grandi imprese di analoga redditività e solidità patrimoniale, quelle delle piccole o piccolo-medie imprese devono scontare il maggior rischio a esse attribuito dai potenziali investitori che è spesso giustificato da una minore trasparenza nelle forme di *governance*. Gli svantaggi, sofferti dai piccoli o piccolo-medi emittenti, hanno perciò l’effetto di accrescere i costi dell’operazione e di deprimere i prezzi iniziali delle loro azioni. Non è quindi sorprendente che, ancor più che nel caso dei *corporate bond*, in Italia i potenziali emittenti piccoli o piccolo-medi abbiano trascurato o sotto-utilizzato il ricorso a capitalizzazioni di mercato.

La tesi qui proposta è che, per superare i fattori di svantaggio ai quali sono sottoposte sia nel caso di tentato accesso ai mercati di debito di mercato che in quelli dei capitali azionari, le suddette imprese possano trovare conveniente o necessario il ricorso ad accessi mediati anziché diretti<sup>27</sup>.

Nel caso di emissioni obbligazionarie, si tratta di creare o utilizzare preesistenti ‘veicoli speciali’ (SPV), ognuno dei quali sia pronto a:

- I – effettuare eventuali acquisti centralizzati di *corporate bond* emessi da diverse piccole o piccolo-medie imprese per volumi che, se singolarmente presi, non sfrutterebbero

27 – Con riferimento alla Fig. 1 (cfr. sopra), si può essere più precisi. Con riferimento al mercato dei *corporate bond*, la convenienza riguarda la fascia alta e media mentre la necessità riguarda la fascia bassa delle piccole e piccolo-medie imprese italiane. Con riferimento al mercato azionario, mentre la fascia bassa delle stesse imprese tende a essere esclusa, la convenienza riguarda la fascia alta e la necessità riguarda la fascia media.

## Parte 2 – Capital Markets Union

le possibili economie di scala ossia non soddisferebbero la scala minima efficiente;

II – valutare ciascuno dei relativi possibili acquisti in base alle informazioni (*hard* e *soft*) circa l'appartenenza dei diversi emittenti a specifiche classi di rischio, ossia circa la rischiosità delle singole emissioni e in base alla scadenza temporale di ciascun *corporate bond*;

III – effettuare effettivi acquisti delle emissioni così selezionate, dopo averle suddivise in varie *tranche* di rischiosità e dopo aver verificato che ognuna di queste *tranche* raggiunga o superi la scala minima efficiente e disponga di eventuali garanzie.

È evidente che quanto appena detto richiede l'attivazione di un mercato delle cartolarizzazioni. Nel par. 2 si sono già esaminate le iniziative, assunte al riguardo nell'ambito della CMU. Fra la fine del 2015 e la metà del 2017, la Commissione europea ha definito i criteri per individuare e incentivare cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate. Si potrebbe discutere a lungo se i ridotti requisiti di capitale, che costituiscono gli incentivi disegnati allo scopo, siano una spinta adeguata per sviluppare i mercati delle cartolarizzazioni nel caso dei crediti bancari problematici. Ai nostri fini, è tuttavia sufficiente sottolineare che l'accesso indiretto delle nostre piccole e piccolo-medie imprese al mercato dei *corporate bond* rientrerebbe a, pieno titolo, nel caso delle cartolarizzazioni semplici e trasparenti in quanto porterebbe alla strutturazione e alla vendita di Asset-Backed Security senza sfociare in complesse catene di Collateralized Debt Obligation (CDO). I precedenti punti I e II impongono, infatti, che ciascun SPV finanzia i propri acquisti di varie emissioni di *corporate bond* collocando sul mercato un ammontare di proprie obbligazioni di valore pari a quello della somma dei titoli acquistati dalle piccole e piccolo-medie imprese. Le obbligazioni, emesse dagli SPV, hanno come sottostante i vari sottoinsiemi ordinati (*tranche*) dei *corporate bond* così sottoscritti. È possibile sintetizzare l'utilizzo del mercato delle cartolarizzazioni da parte di emittenti italiani di *corporate bond* con dimensioni

piccole o piccolo-medie, mediante la seguente Figura 2<sup>28</sup>.

Nel caso di emissioni azionarie, l'accesso indiretto ai mercati da parte delle piccole e piccolo-medie imprese italiane si fonda sull'utilizzo di intermediari finanziari (fondi 'chiusi' o 'aperti') che siano in grado di:

I – centralizzare i possibili acquisti di varie emissioni azionarie, ognuna delle quali non soddisfa soglie minime efficienti in termini di liquidità del flottante e non è quindi collocabile mediante forme di *public offering*;

II – ordinare i relativi potenziali acquisti in base a una valutazione informata (informazione *hard* e *soft*) circa la rischiosità dei singoli emittenti delle nuove azioni;

III – procedere agli acquisti effettivi mediante contrattazioni bilaterali (*private placement*), dopo aver verificato che la somma delle azioni in ciascuna delle classi di analoga rischiosità così formate sia in grado di soddisfare requisiti minimi di liquidità e di contribuire alla composizione di un portafoglio efficiente<sup>29</sup>.

In alternativa, gli intermediari finanziari possono anche concentrarsi sugli acquisti di azioni di un singolo emittente con l'obiettivo di farlo crescere e portarlo alla quotazione di mercato.

Ognuno degli intermediari deve finanziare i propri acquisti di nuove quote proprietarie delle piccole o piccolo-medie imprese grazie all'utilizzo di preesistenti risorse oppure grazie al collocamento di nuove quote di capitale o di nuove obbligazioni. I potenziali finanziatori sono costituiti dai preesistenti o dai nuovi sottoscritti del fondo 'chiuso' o 'aperto' gestito da ciascun intermedia-

28 – Nel successivo par. 7 si esamina l'operazione di *Elite Basket Bond* che, avendo già realizzato un analogo processo sul mercato, offre un riscontro sperimentale prezioso.

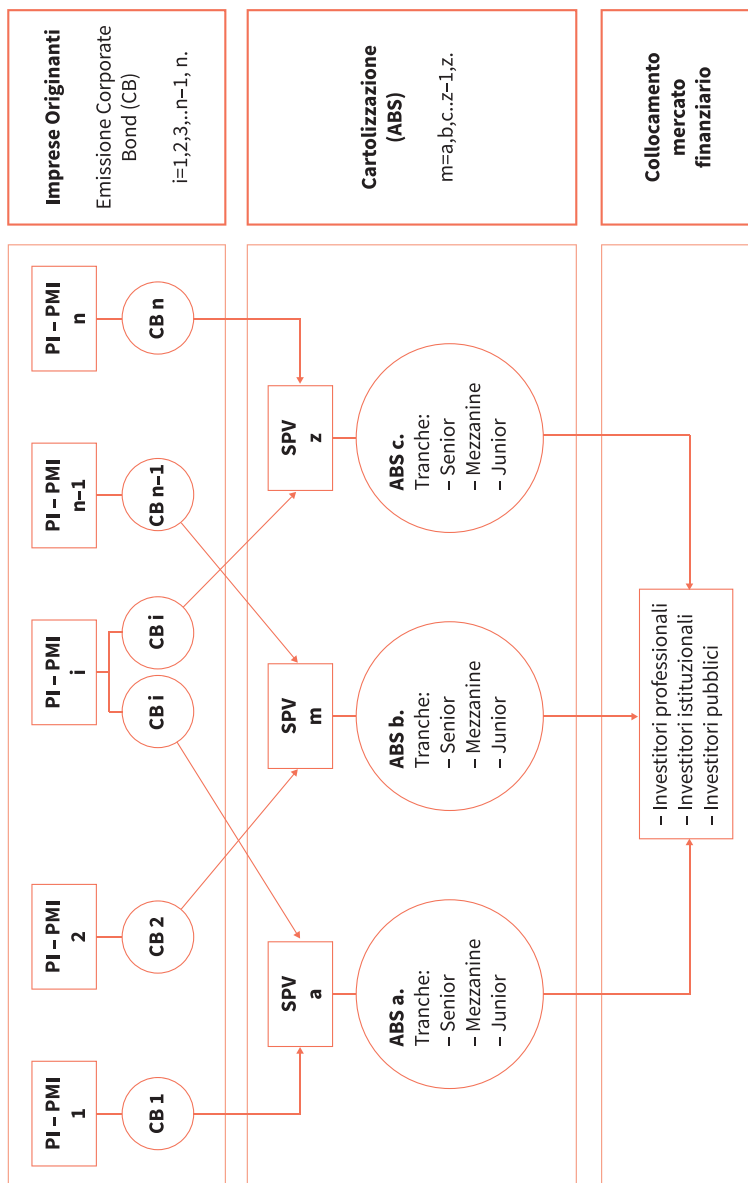
29 – Le contrattazioni bilaterali possono essere rese più efficienti dall'utilizzo di piattaforme di *private placement* organizzate da soggetti specializzati. Al riguardo, si dispone già di una piattaforma lanciata da Elite e di altre iniziative di intermediari finanziari di mercato.

rio. Di norma, si tratta di investitori professionali o istituzionali. Il vincolo quantitativo di ciascun fondo è, ovviamente, che la somma fra le risorse preesistenti non utilizzate e gli incassi dei nuovi collocamenti sia di valore almeno pari al valore dell'insieme delle azioni effettivamente acquistate da varie piccole o piccolo-medie imprese. Il vincolo di funzionamento di ciascun fondo è che i criteri di suddivisione delle azioni acquistate per classi di rischio consentano di comporre portafogli che sono efficienti e coerenti con il predefinito regolamento del fondo stesso<sup>30</sup>. Tali criteri devono, inoltre, soddisfare adeguati livelli di trasparenza per fare sì che i nuovi potenziali sottoscrittori siano in grado di optare per gli investimenti più coerenti con i loro specifici profili di rischio.

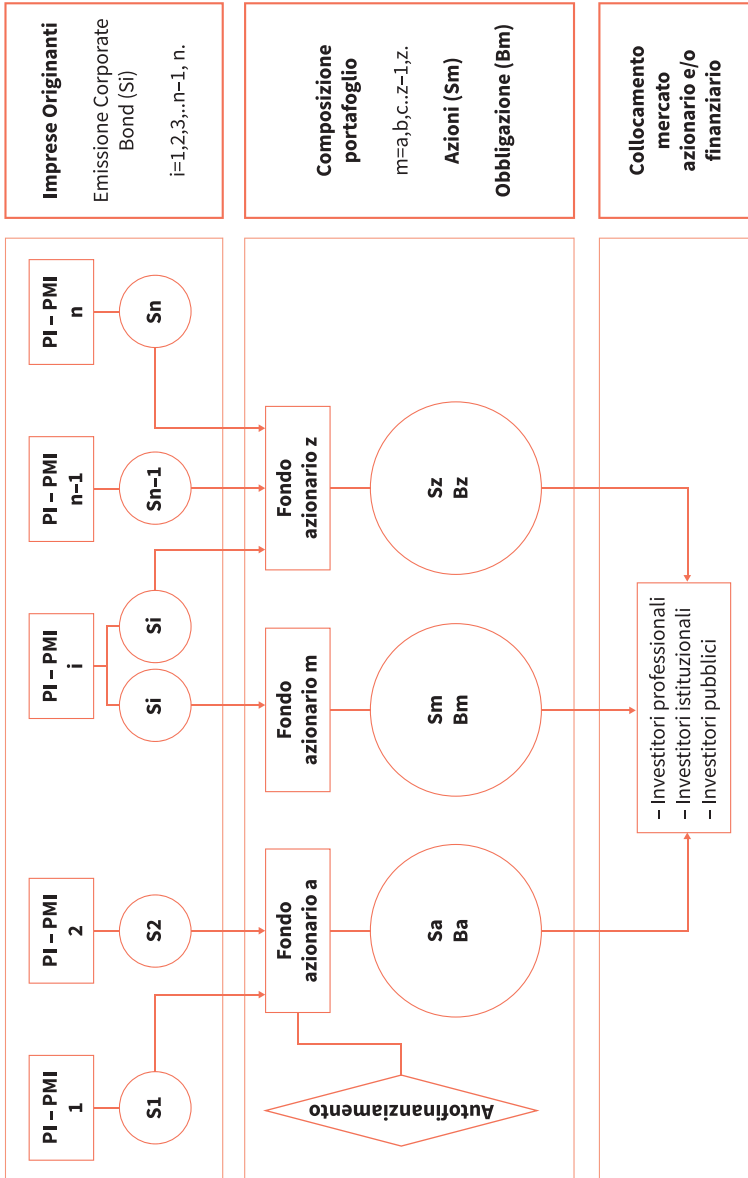
È possibile sintetizzare l'accesso indiretto al mercato dei capitali da parte di emittenti italiani di azioni con dimensioni piccole o piccolo-medie, mediante la seguente Figura 3.

**30 – Come si specificherà nel successivo paragrafo, il regolamento del fondo deve prevedere che, anche in funzione degli esiti dei vari investimenti effettuati, i sottoscrittori seguano definite procedure decisionali e possano eventualmente esercitare clausole di liquidazione o di uscita prima della scadenza del fondo stesso.**

→ **Figura 2 - Emissioni obbligazionarie di piccola o piccolo-media serie**



→ **Figura 3 – Emissioni azionarie di piccola o piccolo-media serie**



## 7. Accesso indiretto ai mercati: i problemi aperti.

L'accesso indiretto delle piccole e piccolo-medie imprese italiane ai mercati dei *corporate bond* o delle azioni non rappresenta un'assoluta novità e non deve partire *ab ovo*.

Per quanto riguarda il mercato obbligazionario, si è già realizzata l'operazione *ELITE Basket Bond* (dicembre 2017) che ha seguito la falsariga del processo sopra descritto. Questa operazione, promossa dalla piattaforma ELITE e dalla banca Finint, ha coinvolto – come investitori di riferimento – la Banca Europea di Investimento e l'italiana Cassa Depositi e Prestiti e si è concretizzata nell'emissione di un titolo (ABS) da parte di uno SPV creato *ad hoc*. Lo ABS ha avuto come sottostante un insieme di obbligazioni, che sono state emesse da un gruppo di imprese appartenenti a ELITE e che sono state cedute allo stesso SPV. Al momento delle transazioni, le imprese originanti hanno attivato una clausola di garanzia sotto forma di collaterale liquido.

Per quanto riguarda invece i mercati azionari, la recente raccolta delle SPAC (poco meno di 4 miliardi di euro, di cui circa il 70% non ancora utilizzato) offre una prima e ideale base perché ciascuno di tali fondi intermedi l'allocazione di emissioni azionarie iniziali di un unico o di un ristretto numero di piccole e piccolo-medie imprese italiane per accompagnarle nella crescita e nella successiva quotazione di mercato (IPO)<sup>31</sup>. Si noti che, a differenza dei tradizionali fondi di *private equity* che hanno l'obiettivo preminente di ristrutturare imprese in difficoltà o con problemi di successione per poi cederle ai migliori acquirenti di mercato nella loro interezza o 'a pezzi', molte SPAC mirano a fondersi con piccole e piccolo-medie imprese prima o al momento dell'IPO. Esse offrono, quindi, più solide prospettive di continuità aziendale e gestionale ai vecchi proprietari delle imprese *target* e un'ottica di più lungo termine ai propri potenziali sottoscrittori.

Gli esempi fatti pongono in luce che l'accesso indiretto ai mercati finanziari da parte delle piccole e piccolo-medie imprese

31 – Si è già accennato alle SPAC nel precedente paragrafo 3.



italiane è un'opzione concreta e non una mera astrazione. Tuttavia, essi sottolineano che, quale che sia la specifica forma dello SPV – nel caso delle emissioni obbligazionarie – oppure del fondo 'chiuso' o 'aperto' – nel caso delle emissioni azionarie, si tratta di opzioni in grado di risolvere solo il primo dei due problemi che, secondo l'analisi offerta nel paragrafo 6, penalizzano l'accesso delle piccole e piccolo-medie imprese ai mercati finanziari italiani: il raggiungimento della scala minima efficiente o della soglia minima di liquidità ma non il superamento della maggiore rischiosità percepita dagli investitori rispetto agli emittenti di minori dimensioni.

Si consideri dapprima il caso dei *corporate bond*. Si è ripetuto che: gli ABS degli SPV hanno, come sottostante, insiemi di obbligazioni emesse da varie piccole e piccolo-medie imprese; anche se suddivise in diverse *tranche*, queste obbligazioni accusano per definizione una rischiosità più elevata rispetto a quella attribuita alle emissioni obbligazionarie di imprese di grandi dimensioni con solidità patrimoniale e reddituale analoga a quella delle piccole e piccolo-medie imprese in esame. Ne deriva che i potenziali acquirenti di ABS, legati a dati insiemi di piccole o piccolo-medie imprese originanti, non saranno disposti a equipararne i rischi a quelli dei *corporate bond* emessi da analoghe grandi imprese. Tale risultato può, però, essere attenuato dall'intervento di almeno tre fattori: la valutazione positiva che il mercato tende a riservare agli SPV; la capacità, propria agli SPV, di discriminare sul mercato i potenziali acquirenti dei propri ABS; l'introduzione di correzioni pubbliche.

Le caratteristiche *standard* di uno SPV sono le seguenti: essere creato da una o più imprese originanti, disporre di una modesta capitalizzazione, seguire regole predeterminate per la realizzazione di uno specifico scopo. Le regole essenziali dello SPV riguardano le modalità per reperire la liquidità necessaria all'acquisto di diverse attività finanziarie e, come accennato, i criteri per ordinare queste attività in *tranche* di differente rischiosità: da

quelle *senior*, più sicure, a quelle *junior*, più rischiose, passando attraverso le *mezzanine* a rischio intermedio. Tali regole riguardano, inoltre, i criteri di allocazione delle singole *tranche* presso le varie tipologie di investitori istituzionali e professionali: lo SPV mira a massimizzare l'efficienza allocativa nel collocamento delle *tranche*. Ne derivano i due caratteri sopra attribuiti agli SPV. Il principio di diversificazione e lo sfruttamento delle economie di scala giustificano l'attribuzione a ciascun SPV di un *rating* di mercato più elevato rispetto a quello medio ponderato delle corrispondenti piccole e piccolo-medie imprese originanti. La crisi finanziaria internazionale del 2007-'09 ha mostrato quanto possano essere fuorvianti le valutazioni delle agenzie di *rating* rispetto alla correlazione dei rischi<sup>32</sup>; resta il fatto che buona parte della regolamentazione e della vigilanza nei mercati finanziari si fonda ancora su quelle valutazioni. Inoltre, gli SPV godono di una informazione e di un potere di mercato, che sono molto maggiori di quelli a disposizione delle singole piccole e piccolo-medie imprese italiane; pertanto, gli SPV sono in grado di effettuare una più efficace discriminazione dei potenziali acquirenti dei titoli emessi, selezionando quelli con una percezione più positiva della media rispetto al rischio idiosincratco legato alle piccole dimensioni.

Sopra si è poi enunciato un terzo possibile fattore di mitigazione degli svantaggi, di cui soffrono le piccole e piccolo-medie imprese italiane anche nel caso di un accesso indiretto al mercato delle obbligazioni: l'introduzione di correzioni pubbliche. Se il governo italiano arrivasse a dimostrare che questi svantaggi sono distorsivi rispetto alla concorrenza, i Trattati europei renderebbero legittimi gli acquisti pubblici di una parte delle *tranche* a maggior rischio o le garanzie pubbliche di portafoglio sulle *tranche* più rischiose nella misura in cui correggano la distorsione.

32 – Cfr. per esempio: M. Messori, *The financial crisis: Understanding it to overcome it*, Assogestioni, Milan, 2009, ch. 1.

L'operare di tali fattori consente di trarre almeno tre implicazioni:

I – a parità di altre circostanze, per le piccole e piccolo-medie imprese italiane l'accesso indiretto ai mercati delle obbligazioni è una soluzione dominante nei confronti dell'accesso diretto;

II – gli SPV tendono, perciò, a svolgere un importante ruolo di supplenza rispetto ai deboli investitori istituzionali italiani, in quanto ri-allocacono la ricchezza finanziaria del paese a sostegno delle attività produttive;

III – tuttavia, questi miglioramenti nell'efficienza attenuano ma raramente arrivano ad annullare le distorsioni derivanti dal maggior rischio che gli investitori tendono ad attribuire – *ceteris paribus* – alle minori dimensioni tanto da sollecitare interventi pubblici di *policy*.

L'implicazione III vale, a maggior ragione, nell'altro e più complesso caso da esaminare: quello dell'accesso indiretto ai mercati azionari. Gli investitori professionali e istituzionali, che mostrano interesse per acquistare le varie tipologie di titoli emessi dai fondi che sottoscrivono le nuove quote proprietarie delle piccole e piccolo-medie imprese originanti, non paiono avere alcuna convenienza a corrispondere prezzi allineati a quelli di mercato delle azioni e delle obbligazioni emesse da più grandi imprese quotate con solidità patrimoniale e reddituale analoga a quella degli emittenti di più piccola dimensione. I titoli, emessi da tali fondi, sono infatti caratterizzati da due elementi problematici: la più elevata rischiosità dei loro sottostanti e i vincoli di liquidazione o di uscita dai fondi stessi. Anche per le emissioni azionarie l'accesso indiretto (anziché diretto) ai mercati finanziari sembra, così, risolvere il problema della soglia minima di liquidità delle emissioni originarie delle piccole e piccolo-medie imprese italiane ma non i problemi legati sia ai vincoli di liquidazione o di uscita dal fondo sia alla maggiore rischiosità percepita rispetto alle minori dimensioni.

Come nel caso dei *corporate bond*, il provvisorio risultato raggiunto può però essere mitigato grazie all'intervento di almeno

tre fattori: la capacità, tipica di ciascun fondo, di discriminare sul mercato i potenziali acquirenti dei suoi nuovi titoli; la redazione di un trasparente regolamento, che fissi le procedure decisionali e le modalità di liquidazione o di ‘uscita’ proprie al fondo stesso; l’introduzione di correzioni pubbliche.

Analogamente agli SPV nel caso dell’accesso indiretto al mercato del debito, i gestori dei diversi fondi ‘chiusi’ o ‘aperti’ (incluse le SPAC) sono più efficienti rispetto alle piccole o alle piccolo-medie imprese italiane nel discriminare i potenziali acquirenti finali, selezionando quelli che hanno una percezione meno negativa della media riguardo al rischio idiosincratco legato alle piccole dimensioni. Resta il fatto che i fondi acquisiscono quote proprietarie delle piccole e piccolo-medie imprese italiane emittenti. Di conseguenza, specie nel caso di fondi ‘chiusi’, i relativi sottoscrittori effettuano investimenti poco liquidi che vanno gestiti in sintonia con gli altri soggetti coinvolti. È ragionevole assumere che, nell’eventualità di pieno successo delle attività delle imprese acquisite, vi sia un’alta convergenza fra i sottoscrittori del fondo volta a realizzare i progetti iniziali quotando le imprese stesse<sup>33</sup>; e invece che, nell’eventualità in cui le attività di tutte le imprese acquisite si dimostrino fallimentari (lo scenario più negativo), vi sia un’ampia concordanza fra i sottoscrittori nel liquidare il fondo per non dilatare le perdite nel tempo. Al di fuori di questi scenari estremi, per esempio in uno scenario moderatamente negativo in cui una parte consistente delle imprese acquisite realizza rendimenti positivi o nulli ma molto inferiori a quelli attesi, diventa però più probabile che le scelte dei diversi sottoscrittori del fondo divergano. È perciò essenziale disporre di regolamenti che fissino con chiarezza e trasparenza le procedure decisionali e che tutelino i diritti delle minoranze a liquidare le proprie quote, fino all’u-

**33 – Anche se uno dei sottoscrittori avesse l’esigenza di liquidare la propria quota nonostante lo scenario favorevole, sarebbe realistico assumere la disponibilità di altri sottoscrittori a rilevarla. Per dirimere il problema, sarebbe quindi sufficiente prevedere diritti di prelazione e di gradimento da parte dei vecchi sottoscrittori.**

scita dal fondo, sotto il vincolo che tali scelte non impediscano la realizzazione delle delibere assunte dalla maggioranza.

Pur tendendo a mitigare gli svantaggi di cui soffrono le piccole e piccolo-medie imprese italiane rispetto alle grandi anche nei casi di accesso indiretto al mercato delle azioni, i due fattori esaminati (specie il secondo) presentano rilevanti problemi di *governance*. Il loro impatto sarebbe, perciò, rafforzato se fosse possibile introdurre correzioni pubbliche. Come si è già notato nel caso di emissioni obbligazionarie con accesso indiretto ai mercati finanziari, il Governo italiano dovrebbe dimostrare che gli svantaggi comunque accusati dagli emittenti di minori dimensioni sono distorsivi rispetto alla concorrenza. In quel caso, i Trattati europei renderebbero legittimi gli acquisti pubblici o le garanzie pubbliche rispetto alle quote più rischiose dei titoli emessi dal fondo, nella misura necessaria a correggere la distorsione.

Si è così tentati di concludere che, a parità di altre circostanze, per le piccole e piccolo-medie imprese italiane l'accesso indiretto ai mercati azionari sia una soluzione comunque dominante nei confronti dell'accesso diretto. Questa conclusione non tiene però conto di un'ulteriore complicazione che vale solo per l'accesso indiretto al mercato azionario: il rapporto fra ogni emittente originario e ogni fondo non avviene in mercati regolamentati (quali quello delle cartolarizzazioni) ma si basa su contrattazioni bilaterali. I termini di scambio di tali contrattazioni non sono determinabili da meccanismi di mercato ma sono frutto di rapporti di forza, cosicché non può essere escluso *a priori* che i gestori dei fondi si appropriino di tutti i vantaggi legati all'intermediazione<sup>34</sup>. Anche in quel caso limite, l'accesso indiretto non sarebbe comunque peggiore (bensì indifferente) rispetto a quello diretto per ciascuna delle piccole o delle piccolo-medie imprese originanti.

34 – Al riguardo, si veda per esempio: P. Bolton and M. Dewatripont, *Contract Theory*, MIT Press, Cambridge Ma., 2005.

Inoltre, alla luce della Fig. 1 (cfr. sopra, par. 4), esso consentirebbe un accesso più ampio al mercato azionario da parte di questa tipologia di imprese; il che tende a produrre effetti positivi per il sistema economico italiano nel suo complesso.

## 8. Interventi pubblici e incentivi fiscali.

La conclusione appena raggiunta è esprimibile anche nel linguaggio della ‘teoria dei giochi’: a parità delle altre circostanze, per le piccole e piccolo-medie imprese italiane l’accesso indiretto ai mercati finanziari è una soluzione dominante rispetto all’accesso diretto non solo per il debito, ma (in forma più debole) anche per il capitale. La traduzione pratica di tale conclusione non è, però, agevole perché richiede un’articolazione dei mercati e dei suoi attori. Si è sopra sottolineato che le iniziative europee, già intraprese nell’ambito della CMU, e – ancor più – quelle future necessarie al completamento della stessa CMU forniranno un importante sostegno allo sviluppo di mercati europei semplici e trasparenti per le cartolarizzazioni e di fondi europei ‘aperti’ e ‘chiusi’ per la quotazione di imprese di piccolo-media dimensione. Sarebbe tuttavia auspicabile che, anche sulla scorta di quanto già fatto da altri stati membri (per esempio, la Francia), l’Italia completasse queste iniziative europee con interventi pubblici nazionali che siano compatibili con le norme della EU sugli aiuti di stato.

La nostra Pubblica amministrazione, specie nelle sue articolazioni regionali, e varie società finanziarie sotto il controllo pubblico (*in primis*, la Cassa Depositi e Prestiti e molte sue controllate) possono anche operare come intermediari finanziari. Inoltre, una parte di esse ha accesso alle risorse della programmazione PON e POR-FESR destinabili alle piccole e piccolo-medie imprese italiane. Sarebbe perciò possibile intraprendere iniziative di *policy* in grado di attenuare l’impatto negativo che deriva da tre elementi strutturali degli attuali assetti finanziari italiani: (a) la debolezza degli investitori professionali non bancari e, in particolare, degli investitori istituzionali; (b) una connessa allocazione dei patrimoni finanziari delle famiglie che non appare fungibile per un significativo sostegno (anche indiretto) all’economia ‘reale’; (c) l’utilizzo spesso distorto di nuovi strumenti finanziari. La soluzione dei tre elementi (a) – (c) non richiede certo di tornare a trent’anni fa

e di ripristinare un predominio proprietario e gestionale pubblico nel settore finanziario italiano. Si tratta più semplicemente di:

- I – rafforzare quei progetti pubblico-privati per la crescita di società di gestione dell'ingente ricchezza finanziaria delle nostre famiglie che, senza trasferire inappropriati rischi sugli investitori *retail*, porti a un più efficace utilizzo macroeconomico degli strumenti finanziari disponibili (per es. i PIR) e irrobustisca i flussi di mercato disponibili per il finanziamento a debito e
- soprattutto – per una maggiore capitalizzazione delle nostre imprese nella manifattura e nei servizi non finanziari;
- II – disegnare efficienti schemi di incentivo anche fiscale che assecondino la realizzazione del punto I.

Nei precedenti paragrafi si è mostrato che i mercati finanziari italiani sarebbero più efficienti e aperti se vi operassero insieme adeguati di SPV, specializzati nella cartolarizzazione dei debiti delle piccole e piccolo-medie imprese non-finanziarie, e di fondi specializzati nella quotazione di mercato delle imprese di minori dimensioni; ma che, a causa delle fragilità di cui ai punti (a) - (c), tali attori sono deboli e insufficienti.

Le politiche pubbliche potrebbero dare soluzione al problema. Sarebbe necessario promuovere progetti pubblico-privati per la creazione di un limitato numero di SGR e di Fondi che svolgano i ruoli appena precisati e che, aprendo nuove opportunità e ispesendo le relative sezioni dei mercati finanziari nazionali, attirino concorrenti privati.

Le esperienze, maturate nel settore bancario con la creazione dei due fondi Atlante (primavera ed estate del 2016) per la cartolarizzazione dei crediti problematici e per la ricapitalizzazione di gruppi in crisi, invitano però alla cautela<sup>35</sup>. Già la struttura proprietaria di Atlante I e II, dominata dalla presenza di banche, fondazioni di origine bancaria e altri intermediari finanziari, ha impedito ai due fondi di operare secondo le regole di mercato.

**35– Si ricordi che, a luglio 2017, il Fondo Atlante I ha subito una svalutazione così consistente da determinarne la sostanziale liquidazione e che, a fine ottobre 2017, il Fondo Atlante II è stato rinominato “Italian Recovery Fund”.**



Questa allocazione proprietaria ha, infatti, determinato un fitto intreccio fra i responsabili delle decisioni, relative agli acquisti di prodotti cartolarizzati o alle sottoscrizioni di nuove azioni, e le banche che si trovavano nella necessità di cartolarizzare crediti o di ricapitalizzarsi. Inoltre, l'obiettivo esplicito dei due fondi è stato di fissare i prezzi delle diverse transazioni al di sopra di quelli di mercato al fine di correggere le distorsioni indotte da posizioni monopsonistiche (limitato numero di fondi internazionali specializzati); ma i criteri, alla base delle correzioni, non sono mai stati specificati. I risultati sono stati pessimi. Gli interventi dei due fondi Atlante non sono stati sufficienti a impedire la crisi dei gruppi bancari, che sono stati oggetto prevalente delle loro operazioni; e non vi è stata trasparenza rispetto ai criteri (non di mercato) nella formazione dei prezzi delle varie transazioni. Pertanto, l'operare di Atlante I e II non ha portato alla costruzione di efficienti mercati italiani delle cartolarizzazioni o delle capitalizzazioni bancarie; al contrario, esso ha ulteriormente distorto gli scambi di mercato e ha trasferito ingenti perdite sulle restanti componenti del settore bancario italiano.

Il riferimento al caso Atlante è fondamentale per evitare la ripetizione degli stessi gravi errori. Innanzitutto, le SGR e i Fondi pubblico-privati devono soddisfare rigorosi criteri di *governance* così da evitare ogni potenziale conflitto di interesse nella selezione delle piccole e piccolo-medie imprese da avviare ai mercati dei *corporate bond* o delle azioni. In secondo luogo, le stesse SGR e Fondi devono rispettare regole efficienti di mercato non solo per un problema di compatibilità con i Trattati della EU, ma anche – e soprattutto – per perseguire lo scopo ultimo della loro creazione: attrarre nuovi concorrenti privati evitando, al contempo, quelle distorsioni nella formazione dei prezzi che pesano sui mercati in formazione. Per soddisfare tali criteri e regole, le iniziative pubblico-private possono assumere svariate forme. Per esempio, l'intervento pubblico può tradursi nell'acquisizione di quote proprietarie di mino-

ranza (maggioranza) in SPV o fondi a maggioranza (minoranza) privata; oppure, esso può limitarsi a offrire garanzie su una *tranche* dei vari sottoinsiemi di *corporate bond* aggregati dal processo di cartolarizzazione o su una parte delle attività emesse dai fondi per finanziare la loro sottoscrizione di nuovi capitali; o, infine, esso può intervenire a valle delle cartolarizzazioni e delle ricapitalizzazioni fungendo da acquirente di riferimento per una quota delle emissioni di SPV o di fondi.

Il conseguente rafforzamento degli SPV e dei Fondi rappresenterebbe uno stimolo anche per un coinvolgimento più rilevante degli investitori professionali e istituzionali, già presenti nei nostri mercati finanziari, rispetto al finanziamento dell'apparato produttivo italiano. Nel paragrafo 3 si è mostrato che, almeno in Italia, queste tipologie di investitori dispongono di un limitato ammontare di risorse finanziarie da allocare nei mercati nazionali dei *corporate bond* e delle azioni specie in relazione alle piccole e alle piccolo-medie imprese. Insieme all'adozione di modifiche marginali nella regolamentazione nazionale lungo il solco già aperto dalla CMU, l'introduzione delle nuove figure dette potrebbe liberare risorse finanziarie aggiuntive e spingere gli investitori professionali e istituzionali ad allocarle per l'indiretto sostegno all'evoluzione della struttura finanziaria delle imprese italiane<sup>36</sup>.

Tali risultati sarebbero rafforzati se gli svariati possibili interventi pubblici fossero accompagnati da incentivi fiscali. La letteratura economica ha, da tempo, teorizzato e verificato empiricamente che gli incentivi fiscali possono svolgere un ruolo rilevante nell'attrazione delle risorse finanziarie verso le piccolo-medie

36 – Vi sono altre possibili allocazioni. Per esempio: i precedenti ragionamenti sono anche riferibili al finanziamento delle infrastrutture. In quanto segue non si apre, però, un nuovo filone di analisi ma si rimane ancorati al problema del finanziamento dell'apparato produttivo italiano con specifico riferimento alle piccole e piccolo-medie imprese.

imprese<sup>37</sup>; essa ha, però, anche mostrato che questo ruolo può essere ridondante o generare distorsioni e inefficienze<sup>38</sup>. Si tratta quindi di utilizzare la leva fiscale, essendo attenti a utilizzare meccanismi che massimizzino l'efficacia e minimizzino le inefficienze dei possibili schemi di incentivo, ossia che soddisfino i principi del disegno ottimale vincolato degli incentivi in situazioni di incertezza o di asimmetria informativa. Non è però compito del presente lavoro richiamare le ricche e robuste categorie analitiche elaborate, negli ultimi cinquant'anni, dai modelli 'principale-agente' in condizione di informazione incompleta o imperfetta; e sarebbe un compito davvero troppo arduo calare parte di tali categorie in una casistica empirica significativa rispetto al caso italiano. In quanto segue, si perseguono tre obiettivi meno ambiziosi: elencare alcune delle condizioni di base, che devono essere soddisfatte nell'applicazione degli incentivi fiscali in Italia; specificare alcuni requisiti di base, che devono caratterizzare gli schemi di incentivo offerti alle nostre piccole e piccolo-medie imprese; segnalare i limiti che questi schemi incontrano e che sono solo parzialmente aggirabili.

Una prima condizione riguarda la definizione dell'insieme di piccole e piccolo-medie imprese che può accedere agli incentivi

37 – Sul piano teorico, si veda per esempio: N. Berger e F. Udell, "A more complete conceptual framework for SME finance", *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, November, 2006, pp. 2945-66. Sul piano empirico, e con specifico riferimento alla EU, si vedano: S.M. Bergner, R. Brautigam, M. Evers and C. Spengel, *The use of SME: Tax incentives in the European Union*, ZEW, Discussion Paper, n.17-006, 2017; European Commission, *Effectiveness of tax incentives for venture capital and business angels to foster the investments of SMEs and startups. Final Report*, Brussels, 2015; European Commission, *SME taxation in Europe – An empirical study of applied corporate income taxation for SMEs compared to large enterprises*, Brussels, 2015.

38 – Oltre agli studi empirici citati alla precedente nota, si veda anche: K. Halberg, *A market-oriented strategy for small and medium scale enterprises*, IFC Discussion Paper, n. 40, 2000, Washington-World Bank.

fiscali: si tratta di imprese di successo che, tuttavia, non hanno ancora sfruttato pienamente né i loro potenziali di sviluppo né i loro spazi di riorganizzazione. Una seconda condizione è che tale insieme non sia definito mediante rigide soglie dimensionali: gli incentivi non devono avere l'effetto indesiderato di scoraggiare i positivi salti dimensionali da parte delle imprese di successo. Una terza condizione è che vi sia chiarezza circa la durata massima e la continuità temporale degli incentivi: le imprese scelte, da sottoporre ad accurato e costante monitoraggio, devono avere piena informazione circa la scansione temporale dei risultati parziali da raggiungere per ottenere tutti gli incentivi previsti. Queste tre condizioni di base si combinano con tre requisiti di fondo degli incentivi fiscali. Il primo requisito è che le imprese scelte non debbano affrontare eccessivi costi burocratici per accedere effettivamente agli incentivi. Il secondo requisito è che l'appropriato utilizzo degli incentivi faciliti effettivamente l'irrobustimento organizzativo e dimensionale dell'impresa. Il terzo requisito è che, una volta soddisfatte le prime due condizioni, il mercato apprezzi la riduzione nella rischiosità dell'impresa selezionata e sia, quindi, disposto ad arricchire l'offerta di finanziamento.

Il soddisfacimento delle tre condizioni e dei tre requisiti detti non garantisce l'efficacia degli incentivi fiscali a favore delle piccole e piccolo-medie imprese italiane. È, infatti, possibile che, pur apprezzando gli schemi di incentivo concessi a una data impresa o a un dato insieme di imprese, gli intermediari finanziari non accrescano la loro corrispondente offerta di finanziamento perché bloccati da fattori ambientali (per es., l'inefficienza della pubblica amministrazione), da carenze interne alle imprese (per es., debolezze di *governance*) o dall'inadeguatezza degli strumenti finanziari disponibili. Per aggirare tali vincoli, è possibile arricchire gli schemi di incentivo fiscale. Seguendo gli esempi appena fatti, si possono disegnare incentivi fiscali per la localizzazione, per l'istituzione o il rafforzamento di funzioni finanziarie (*chief financial officer*) o di quelle di controllo (*risk manager*) interne, per la

## **Parte 2 – Capital Markets Union**

riallocazione di titoli di debito mal utilizzati (PIR) o poco liquidi (mini-bond), e così via. La sola condizione è che questi incentivi, finalizzati a colmare le deficienze esogene o endogene alle piccole e piccolo-medie imprese italiane, siano compatibili con le regole europee.

## 9. Conclusioni.

Il quadro dei mercati finanziari e del connesso finanziamento delle imprese italiane nella manifattura e nei servizi, che emerge dai precedenti paragrafi, non nasconde i problemi strutturali aperti. Esso pone infatti in rilievo: l'arretratezza della struttura finanziaria delle nostre imprese specie di piccole e di piccolo-medie dimensioni, che sono sottocapitalizzate e troppo dipendenti dal credito bancario; la prudente allocazione dell'ingente ricchezza finanziaria, detenuta dalle nostre famiglie, che crea una separazione rispetto alla potenziale emissione di strumenti finanziari da parte delle imprese italiane; la debolezza degli investitori professionali e – soprattutto – istituzionali italiani che ostacola l'utilizzo indiretto di tale ricchezza per la sottoscrizione di azioni o di *corporate bond*, specie se emessi dalle nostre piccole e piccolo-medie imprese.

Nonostante queste molteplici carenze, i mercati finanziari italiani non stanno però attraversando una fase di stallo. Anche grazie alla spinta esercitata dai processi europei di Banking Union e di CMU, negli anni più recenti si sono registrati elevati tassi di crescita nelle emissioni di *corporate bond* e nelle pur esigue sezioni dei mercati azionari italiani proprio dedicati alle varie tipologie di piccole e piccolo-medie imprese. Tale evoluzione si è, anche, accompagnata all'introduzione di nuovi strumenti e di nuovi attori finanziari. L'interrogativo aperto è se ciò sia sufficiente a modificare la struttura finanziaria delle nostre imprese (specie piccole e piccolo-medie), innescando quella crescita dimensionale e quei riassetti proprietario-organizzativi necessari a rafforzarne la competitività nazionale e internazionale nelle fasi successive alla crisi finanziaria del 2007-'09 e alle crisi europee del 2010-'13.

La risposta, che si è data al precedente interrogativo, è stata negativa. Di conseguenza, si è sostenuto che l'iniziativa cruciale per ottenere questi risultati di irrobustimento della struttura finanziaria e di rafforzamento della competitività delle imprese ita-

## Parte 2 – Capital Markets Union

liane di piccola e piccolo-media dimensione consiste nel disegnare e realizzare accessi indiretti sia al mercato dei *corporate bond* sia ai mercati azionari. Nel primo caso, si tratta di costruire anche in Italia quel mercato semplice e trasparente delle cartolarizzazioni che è stato ripetutamente evocato dalla CMU. Nel secondo caso, si tratta di costruire fondi ‘chiusi’ e ‘aperti’ (incluse le SPAC) dedicati alla capitalizzazione di quella parte delle imprese italiane di piccola e piccolo-media dimensione che sono pronte allo scopo.

L’analisi delle opportunità e dei problemi insoluti, che derivano dagli accessi indiretti ai mercati finanziari così come esaminati nei paragrafi 6 e 7, non esaurisce certo la complessità della tematica affrontata. E lo stesso vale per l’esame dei connessi interventi pubblici e incentivi fiscali, ai quali è stato dedicato il paragrafo precedente. Nel proseguire tali linee di ricerca, sarà necessario entrare in molti e complessi dettagli tecnici relativi – fra l’altro – all’organizzazione e alla *governance* degli SPV e dei fondi ‘chiusi’ e ‘aperti’, alle loro diverse scelte di mercato, alla forma di questi stessi mercati, alle conseguenti modalità di esecuzione delle diverse transazioni. Tali aspetti tecnici consentiranno, fra l’altro, di affrontare un tema di grande rilievo per l’evoluzione dei mercati finanziari internazionali ed europei che è stato, qui, trascurato: il cosiddetto *fintech* che comporterà radicali innovazioni nel sistema dei pagamenti nazionali ed europei.





# **La Finanza a servizio delle Imprese**

# **3**

A cura di  
**Stefano Caselli**

### **Abstract**

Se per rendere più efficiente il sistema finanziario occorre differenziarlo in funzione delle caratteristiche della domanda, il criterio individuato dal gruppo di lavoro è stato quello di utilizzare il modello del ciclo di vita dell'impresa. Lo statement complessivo del lavoro è quello di definire un insieme di proposte realistiche e attuabili che miri a promuovere "la qualità del capitale e della struttura finanziaria delle imprese", muovendo da un concetto di credito e finanza di sopravvivenza ad un utilizzo esteso ed efficace di tutti gli strumenti finanziari disponibili. Ciò per promuovere: l'irrobustimento della presenza sul mercato delle imprese, a prescindere dalla loro dimensione; la trasformazione delle *startup* in imprese con un orizzonte duraturo; la crescita delle imprese (da piccole a medie, da medie a grandi). Di conseguenza, i punti chiave del documento si basano su cinque aree di intervento: incentivi per sostenere la "qualità del capitale umano"; creazione di uno statuto delle imprese *private to public*; l'equilibrio tra debito e *equity* nel percorso di crescita delle imprese; l'estensione degli schemi PIR e dei fondi specializzati; cambiamenti alla definizione comunitaria di Pmi per migliorare l'accesso agli schemi di finanziamento.

La prima area d'intervento ha l'obiettivo complessivo di "educare" le imprese ad investire anche sulle risorse umane di qualità come elemento essenziale del proprio percorso. In particolare, se si ritiene che la finanza non sia una componente residuale o di mero supporto, ma, piuttosto, una funzione strategica per la crescita d'impresa, il taglio opportuno per stimolare l'investimento in capitale umano è dedicato alla figura del CFO, che costituisce un punto di svolta nella capacità dell'impresa nell'interagire e nel

### Parte 3 – La Finanza a servizio delle Imprese

scegliere l'interlocutore e la soluzione finanziaria più opportuna nelle varie fasi del ciclo di vita. A questo, si collega in modo diretto la seconda area di intervento, che agisce sul disegno legislativo senza comportare, in prima battuta, un utilizzo di risorse finanziarie pubbliche: la creazione di un nuovo "genere giuridico" d'impresa sancisce in primo luogo un fatto ormai incontrovertibile, legato alla presenza di imprese – e di intermediari finanziari – che si collocano di fatto a metà strada fra lo status di società quotata e, quindi, *public* e di mere aziende non quotate e, quindi, *private*. La creazione di un nuovo genere, oltre a sancire una situazione di fatto, produce effetto "educativo" e di "segnalazione" al mercato: le imprese trovano un ambito giuridico che le educa ad un comportamento di crescita per muovere da un assetto di relazioni con il sistema finanziario basato esclusivamente sui prodotti creditizi (e quindi privo di impatti di governance e di qualità del processo decisionale) ad uno più aperto ad interlocutori finanziari diversificati. E ciò costituisce anche un segnale qualificato che l'impresa manda nello stesso tempo al mercato, dimostrando di sottostare a regole più severe e stringenti, divenendo più appetibile per gli investitori stessi senza necessariamente procedere forzatamente ad un salto come la quotazione. La terza e la quarta area di intervento hanno invece l'obiettivo di agire sull'assetto delle passività dell'impresa creando delle condizioni per un'organizzazione più virtuosa della politica d'indebitamento e di gestione del capitale. Questo significa orientare le scelte ad un orizzonte di medio-lungo termine e ad un ricorso più deciso al capitale di rischio. Nel caso più specifico dell'*equity*, le proposte tengono necessariamente in conto non solo l'angolo visuale dell'impresa, ma anche quello degli investitori che diviene critico in alcune fasi del ciclo di vita come quella di *seed* e di *startup*. Il tema dei PIR completa sempre sul lato degli investitori il quadro degli interventi che facilitino la destinazione di risorse finanziarie ai punti più critici della matrice che combina le fasi del ciclo di sviluppo con le categorie di strumenti-operatori finanziari. Da ultimo, si interviene con una

proposta di cambiamento della definizione comunitaria di Pmi per supportare un migliore accesso delle imprese agli schemi di finanziamento disponibili.

### **1. Gli obiettivi di fondo del lavoro.**

Sistema finanziario e imprese hanno destini incrociati per natura. La fase di crisi e di turbolenza che ha attraversato il sistema finanziario e l'onda lunga della stagnazione del sistema economico hanno spinto il gruppo di lavoro "Finanza a servizio delle imprese" (d'ora innanzi, "il gruppo di lavoro") a ragionare su chi concede e su chi chiede risorse finanziarie, ma il legame è indissolubile. La presenza del sistema finanziario permette, infatti, agli operatori che vi agiscono di disporre di una infrastruttura funzionale all'esercizio delle scelte economiche fondamentali di investimento reale e di risparmio. In altri termini, il sistema finanziario è complementare e, nello stesso tempo, indispensabile al sistema reale per l'organizzazione delle attività economiche. Da ciò discende e si consolida un rapporto di mutua dipendenza fra economia reale ed economia finanziaria, per cui ciascun sistema finanziario trae le proprie caratteristiche distintive dalla storia, dalle scelte e dagli atteggiamenti degli operatori economici della comunità di riferimento e, viceversa, il sistema reale risulta influenzato nelle proprie capacità e scelte di investimento, dall'assetto del sistema finanziario. Quest'ultima relazione spesso dimenticata e, più in generale, la capacità del sistema finanziario di supportare l'attività di investimento reale degli operatori può essere verificata con riferimento a tre parametri di diagnosi che mettono in risalto l'intensità e la qualità del servizio offerto dal sistema finanziario a quello reale. I tre parametri suddetti sono riferiti al concetto di i) efficienza allocativa, ii) efficienza tecnico-operativa e iii) efficienza funzionale. Il dibattito politico che oggi in parte discute di sviluppo del sistema economico - oltre alla redistribuzione delle risorse disponibili - deve necessariamente interrogarsi su come

indirizzare o re-indirizzare il sistema finanziario a svolgere le tre funzioni suddette, senza la quali il tema della redistribuzione delle risorse diviene l'unico possibile.

L'efficienza allocativa segnala la capacità del sistema finanziario di destinare le risorse ai progetti che presentano i più alti rendimenti reali attesi. Ciò avviene se nella distribuzione delle risorse è utilizzato un ordine di priorità che premia i progetti in grado di offrire le performance più elevate in modo che la produttività marginale del capitale sia uguale per tutte le forme di impiego selezionate. In altri termini, in questa situazione non sarebbe conveniente un'ulteriore allocazione delle risorse in quanto non produrrebbe alcun beneficio incrementale per il sistema. Peraltro, al concetto di efficienza allocativa è strettamente legato quello di efficienza informativa e alla capacità del sistema industriale e produttivo di comunicare adeguatamente i propri progetti, qualunque sia il loro stadio di sviluppo. Tale rapporto è giustificato dal fatto che i criteri di selezione degli investimenti sono basati su un sistema di prezzi che deve essere in grado di riflettere in ogni momento, con tempestività e con completezza, tutte le informazioni disponibili sul destinatario delle risorse. I prezzi assumono di conseguenza una funzione sia allocativa, sia distributiva e informativa in senso lato.

L'efficienza tecnico-operativa segnala la capacità del sistema finanziario di minimizzare il costo di trasferimento unitario delle risorse finanziarie. La condizione di efficienza tecnico-operativa si realizza nella misura in cui il costo di approvvigionamento delle risorse da parte delle unità in deficit e quello di investimento da parte delle unità in surplus tende a zero. Ciò si verifica se scompaiono tutte le forme di costo legate al processo di scambio delle risorse, ossia i costi di transazione in senso stretto, i costi di ricerca e i costi di valutazione del progetto. Il concetto di efficienza tecnico-operativa appare in questo senso strettamente legato a quello di efficienza allocativa ed informativa in quanto il presupposto per la riduzione dei costi di organizzazione del trasferimento del-

le risorse è dato da un elevato grado di trasparenza e di visibilità delle caratteristiche dei progetti da finanziare.

L'efficienza funzionale segnala, infine, la capacità del sistema finanziario di agevolare e di consentire l'incontro fra la domanda e l'offerta di risorse finanziarie. Ciò rappresenta, di fatto, un pre-requisito per le altre forme di efficienza in quanto mette in luce l'aspetto della reciproca visibilità dei datori e dei prenditori di fondi, della concreta possibilità di accesso al mercato, nonché della conoscenza della possibilità di accesso allo stesso. Gli aspetti suddetti appaiono tanto più rilevanti quanto più gli operatori si qualificano come contraenti "deboli" oppure di ridotte dimensioni. In questo caso, pur in presenza di livelli elevati di efficienza nel processo di allocazione delle risorse e di bassi costi di trasferimento delle risorse medesime, l'operatore in posizione di debolezza potrebbe anche non essere in grado di segnalare la propria posizione di surplus o di deficit al sistema oppure potrebbe non disporre delle conoscenze adeguate per effettuare la segnalazione stessa. In questo senso, una condizione di efficienza funzionale non ottimale porta, o all'esclusione di operatori dal sistema finanziario, oppure ad un accesso così oneroso da incidere, in termini negativi, sull'efficienza allocativa e tecnico-operativa del sistema.

L'assetto delle relazioni e delle caratteristiche del sistema finanziario nella loro generalità richiedono una serie di valutazioni mirate che consentono di declinare in categorie di riferimento applicative gli aspetti delle diverse forme di efficienza. Al riguardo, la definizione di sistema finanziario quale infrastruttura del sistema reale, dedicata al trasferimento delle risorse finanziarie appare troppo ampia se l'obiettivo finale è di cogliere con sufficiente precisione le dinamiche competitive in atto e le caratteristiche delle scelte operate dalle diverse unità organizzative. Una definizione ampia di sistema finanziario porta, infatti, a considerare il sistema stesso come un luogo in cui acquirenti e venditori scambiano un prodotto omogeneo costituito dai saldi finanziari. In realtà, diversi fattori consentono di escludere questa omogeneità e di far

emergere forti elementi di diversità e di distinzione all'interno del sistema finanziario stesso. In particolare, gli angoli visuali per una corretta lettura dell'articolazione del sistema finanziario sono costituiti: dalla tipologia di operatore che si presenta come datore o come prenditore di fondi, dalla tipologia dei circuiti di trasferimento delle risorse e delle forme di mercato, dalla tipologia di intermediari finanziari che vi operano, dalle caratteristiche degli strumenti negoziati.

Gli elementi suddetti rappresentano le basi di differenziazione interna e di segmentazione del sistema finanziario. L'individuazione di più sotto-sistemi, sebbene non consenta di rappresentare la struttura del sistema finanziario nella sua interezza, offre, al contrario, una chiave di lettura più aderente alle specifiche competitive del mercato. Ciascun sotto-sistema risulta, infatti, caratterizzato da un differente assetto sia della domanda, sia dell'offerta di risorse finanziarie. Ciò condiziona in maniera rilevante i modelli di comportamento competitivo, le politiche di mercato e la struttura del processo produttivo dei singoli operatori. In questa prospettiva, l'organizzazione del sistema finanziario in più sotto sistemi deve essere comunque un'operazione finalizzata alla comprensione delle dinamiche in atto all'interno di uno specifico ambito di indagine. Su questo piano, appare possibile confrontare il grado di efficienza e le caratteristiche assunte dalle diverse componenti costitutive del sistema finanziario.

Se per rendere più efficiente il sistema finanziario occorre differenziarlo in funzione delle caratteristiche della domanda, il criterio individuato dal gruppo di lavoro è quello di utilizzare il modello del ciclo di vita dell'impresa. Questo permette di identificare in modo netto i bisogni delle imprese corrispondenti ad ogni fase, tenere conto della dimensione dell'impresa stessa, declinare in modo appropriato le caratteristiche degli strumenti finanziari (e delle relative regole, civilistiche o fiscali, se necessario) affinché rispondano in maniera più forte alla domanda. In termini analitici, la lettura del modello del ciclo di sviluppo porta ad uno

schema a matrice che vede da un lato le differenti fasi e dall'altro le aree di prodotto-servizio finanziario utilizzabili.

Con riferimento alle prime è possibile identificare:

- I – *seed* e *startup* per l'avvio dell'attività;
- II – primo sviluppo delle attività;
- III – crescita (delle piccole imprese che cercano di diventare più grandi);
- IV – espansione e consolidamento (per diversificazione, per espansione internazionale, per acquisizioni);
- V – crisi e ristrutturazioni.

Con riferimento alle seconde occorre invece identificare:

- I – banche;
- II – intermediari finanziari specializzati;
- III – *equity* e *debt investors*;
- IV – mercati finanziari;
- V – *collaterals* e garanzie;
- VI – finanza e piattaforme digitali;
- VII – servizi professionali;
- VIII – norme e regole.

L'obiettivo generale del gruppo di lavoro è quello quindi di lavorare sui punti della matrice più deboli e comunque ritenuti più critici per permettere al sistema finanziario di assolvere in modo più efficiente al proprio compito e consentire alle imprese di superare le proprie debolezze. Ciò nella visione che la condizione necessaria per lo sviluppo e il successo del nostro sistema economico – e quindi del paese – sia la costruzione di un legame positivo fra finanza e crescita attraverso un adeguato sostegno finanziario alle imprese in ciascuna fase del ciclo di vita. Ma questo necessita il superamento delle debolezze strutturali sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta che rendono il funzionamento della matrice incompleto o non adeguato.

Lo statement complessivo del gruppo di lavoro è quindi quello di definire un insieme di proposte realistiche e attuabili che miri a promuovere “la qualità del capitale e della struttura



finanziaria delle imprese”, muovendo da un concetto di credito e finanza di sopravvivenza ad un utilizzo esteso ed efficace di tutti gli strumenti finanziari disponibili. Ciò per promuovere:

- I – l’irrobustimento della presenza sul mercato delle imprese, a prescindere dalla loro dimensione;
- II – la trasformazione delle *startup* in imprese con un orizzonte duraturo;
- III – la crescita delle imprese (da piccole a medie, da medie a grandi);
- IV – la risoluzione delle situazioni di crisi.

## **2. Una catena del valore incompleta e la ricerca di un sistema finanziario pronto per nuove sfide.**

L’analisi storica dell’evoluzione del sistema finanziario italiano porta in ogni studio a conclusioni chiare e condivise. Dalla fase del dopoguerra fino di fatto all’inizio degli anni novanta, la relazione fra sistema finanziario e sistema industriale si è retta su alcuni elementi caratterizzanti e distintivi del contesto italiano quali:

- una sostanziale incompletezza della catena del valore, orientata a privilegiare più gli intermediari che i mercati e nell’ambito degli intermediari finanziari più le banche degli intermediari specializzati;
- la dominanza dei titoli di stato nel mercato delle securities;
- la netta prevalenza del modello di banca universale e generalista;
- una legacy fiscale compiacente ai meccanismi di scambio “risparmio vs titoli di stato” e “*liabilities corporate* vs banche”.

Di questi tratti distintivi non occorre scandalizzarsi né individuare un elemento di “peccato originale” che macchia a vita il nostro sistema finanziario: anzi, tale meccanismo incompleto ha rappresentato a lungo il modello della “via finanziaria allo sviluppo” che ha permesso al sistema produttivo italiano di crescere. Tuttavia, numerosi fattori esogeni mettono in discussione tali elementi e

l'incompletezza della catena del valore rende meno possibile il livello di raggiungimenti di efficienza allocativa, operativa e funzionale e compatibili con le esigenze di rilancio della nostra economia. Fra questi, i principali possono essere riferiti a:

- l'evoluzione della normativa bancaria secondo la sequenza Basilea 2 - Basilea 3, che spinge a dinamiche di deleveraging, di corsa alla capitalizzazione e di monitoraggio poderoso della qualità degli asset, attraverso il processo di *Asset Quality Review* tuttora in atto;
- una crisi di identità della grande banca universale, sospesa fra la tentazione di un ritorno al passato e alla specializzazione e di una nuova spinta progettuale e di slancio verso il futuro;
- la divergenza dei tassi di riferimento dei singoli paesi europei in presenza di tassi di riferimento che si sono mantenuti stabili per lungo tempo;
- le fortissime esigenze di ristrutturazione delle imprese;
- le esigenze di sviluppo e di risposte alla recessione, tenuto conto di un sistema europeo sempre più integrato nei fatti.

Condizione necessaria per la crescita del nostro paese è la ricostruzione del legame positivo tra finanza e crescita attraverso un adeguato sostegno finanziario alle imprese. Le attuali debolezze congiunturali si sovrappongono a problemi strutturali irrisolti, riducendo il potenziale di investimento e di sviluppo. In particolare, in un contesto di tensioni nel mercato del credito bancario, l'insufficiente raccolta diretta di fondi sui mercati costituisce un freno alla ripresa.

Bancocentrismo e frammentazione del sistema produttivo insieme determinano il sottodimensionamento del mercato finanziario ed il limitato ricorso delle imprese italiane al finanziamento sul mercato dei capitali. L'incidenza dei prestiti obbligazionari sul totale dei debiti delle aziende non finanziarie non raggiunge il 7%: solo poche aziende emettono obbligazioni sul mercato dei capitali, in media dieci all'anno nell'ultimo decennio. Pur mostrando una crescita significativa rispetto ai livelli del 2007, il

### Parte 3 – La Finanza a servizio delle Imprese

rapporto tra obbligazioni e debiti finanziari delle imprese italiane è circa la metà di quello delle francesi e anglosassoni. Analogamente, il ricorso al finanziamento con capitale di rischio in Borsa è circoscritto a poche grandi imprese.

Pertanto, sarebbe auspicabile che le Pmi incrementassero la quantità di capitale investito nell'attività imprenditoriale, ma è anche necessario che riequilibrino la loro struttura finanziaria attraverso un progressivo ampliamento dello spettro delle modalità di raccolta di capitale. In tal senso, una ripresa duratura non può prescindere da una nuova centralità dei mercati dei capitali nel finanziamento delle Pmi e, in particolare, è cruciale che un settore di intermediazione finanziaria sviluppato ed efficiente sia in grado di favorire l'accesso delle stesse alle risorse finanziarie sui mercati attraverso l'offerta di servizi di *investment banking*. Tuttavia, dall'inizio della crisi ad oggi, il settore dell'intermediazione finanziaria in Italia, già dominato da un numero ristretto di campioni nazionali, ha subito un forte ridimensionamento, caratterizzato dalla progressiva scomparsa di operatori collegati alle banche commerciali e dei correlati servizi di *investment banking*, dalla riduzione dei *team* dedicati ai servizi di ricerca societaria e dal continuo allontanamento degli operatori esteri. Gli operatori esteri rimasti sul mercato Italiano e i "campioni nazionali" hanno inoltre ridotto il *focus* di attività sulle imprese di grande dimensioni quotate, lasciando scoperte le imprese di dimensione più ridotta, sia quotate che non. Sul lato investitori, invece, si è assistito a una "fuga" dei capitali esteri, per lo più motivata con l'instabilità politica del paese e la fragilità del bilancio dello Stato che, tra l'altro, ha portato penalizzazioni sul piano fiscale per il settore (vedi il caso della Tobin Tax).

La capacità di favorire l'accesso delle imprese italiane di piccola e media dimensione ai mercati dei capitali è, quindi, un tema cruciale di adattamento e differenziazione del sistema finanziario rispetto alle specifiche della domanda. Affinché le Pmi possano far ricorso a fonti di finanziamento alternative al debito bancario

è infatti cruciale l'intervento efficace di intermediari che congiungano le risorse finanziarie dei mercati alle necessità di finanziamento delle imprese.

Se, da un lato, le emissioni di imprese di piccole e medie dimensioni possono rappresentare un'interessante classe di investimento per investitori che intendono diversificare il portafoglio con titoli a profilo di rischio e rendimento tendenzialmente alto, i finanziamenti richiesti devono raggiungere una massa critica sufficiente ad attrarre l'interesse dei capitali istituzionali: basso volume unitario, scarsa liquidità e profili di rischio-rendimento non equilibrati rendono le operazioni più piccole poco appetibili sia per gli investitori istituzionali, sia per gli stessi emittenti.

I margini per accrescere gli investimenti da parte degli investitori istituzionali sono ampi. Basti pensare che per i fondi comuni aperti, le obbligazioni emesse da società non finanziarie rappresentano una percentuale molto contenuta del portafoglio complessivo, circa il 3%, e, inoltre, i titoli non quotati sono molto al di sotto del limite normativo che consente l'investimento in strumenti illiquidi fino al 10%. Lo stesso vale per gli investimenti di compagnie assicurative e fondi pensione. Secondo le stime di Banca d'Italia le risorse prontamente utilizzabili sarebbero stimabili tra i 6 miliardi e i 10 miliardi di euro.

I mercati non sarebbero però disponibili a sostenere iniziative opache o patrimonialmente deboli. L'allargamento delle fonti di finanziamento richiede, dunque, agli imprenditori un impegno rilevante volto a conferire trasparenza ai bilanci e ad accrescere l'apertura a soggetti esterni. Un ruolo centrale a questo riguardo può essere assunto dagli operatori domestici, in ragione della loro maggiore conoscenza del mercato, di una più significativa esperienza nel valutare il profilo finanziario delle imprese di piccole dimensioni e di una migliore capacità di rispondere con rapidità ed efficacia alle esigenze della clientela.

L'esigenza di definire una catena del valore completa diviene, quindi, un tema centrale, non solo di natura finanziaria ma di

politica economica e di rilevanza per l'intero sistema produttivo. Ma ciò passa attraverso scelte coraggiose e non più procrastinabili che fanno riferimento a: un pieno sfruttamento del mercato dei capitali, come strumento complementare alle banche nell'assicurare il raggiungimento dell'efficienza dei circuiti di intermediazione; la valorizzazione di forme di intermediazione specializzata, peraltro complementari e non sostituite al modello di banca universale; l'assunzione di sfide e di responsabilità per le imprese nell'utilizzo di forme di finanza più articolate e coerenti con la propria traiettoria di sviluppo; il ridisegno della *legacy* fiscale, pur in un contesto di scarsità delle risorse disponibili, a sostegno dello sviluppo dei circuiti di mercato.

### 3. Le proposte del gruppo di lavoro.

Dati gli obiettivi del gruppo di lavoro, le proposte di intervento mirano a coprire gli elementi di debolezza e di incompletezza della matrice del ciclo di sviluppo dell'impresa. I punti chiave di questo documento si basano su cinque aree di intervento:

- I – incentivi per sostenere la “qualità del capitale umano”;
- II – creazione di uno statuto delle imprese *private to public*;
- III – l'equilibrio tra debito e *equity* nel percorso di crescita delle imprese;
- IV – l'estensione degli schemi PIR e dei fondi specializzati;
- V – cambiamenti alla definizione comunitaria di Pmi per migliorare l'accesso agli schemi di finanziamento.

La prima area d'intervento ha l'obiettivo complessivo di “educare” le imprese ad investire non solo su capitali fisici e immateriali, per propria scelta o reagendo ad incentivi *ad hoc* come il super o l'iper ammortamento ma considerando anche le risorse umane di qualità come elemento essenziale del proprio percorso. In particolare, se si ritiene che la finanza non sia una componente residuale o di mero supporto, ma, piuttosto, una funzione strategica per la crescita d'impresa, il taglio opportuno per stimolare l'in-

vestimento in capitale umano è dedicato alla figura del CFO, che costituisce un punto di svolta nella capacità dell'impresa nell'interagire e nel scegliere l'interlocutore e la soluzione finanziaria più opportuna nelle varie fasi del ciclo di vita. A questo, si collega in modo diretto la seconda area di intervento, che agisce sul disegno legislativo senza comportare in prima battuta un utilizzo di risorse finanziarie pubbliche: la creazione di un nuovo "genere giuridico" d'impresa sancisce in primo luogo un fatto ormai incontrovertibile, legato alla presenza di imprese – e di intermediari finanziari – che si collocano di fatto a metà strada fra lo status di società quotata e, quindi, *public* e di mere aziende non quotate e, quindi, *private*. Il ricorso a strumenti finanziari non collegati al mercato di borsa, ma comunque "di mercato" – come il *private debt*, i *mini-bond*, il *private equity*, i fondi mezzanini – pur non comportando il passaggio da azienda *private* ad azienda *public* trascinano una serie di obblighi – sia formali che di fatto – che avvicinano molto sia i processi decisionali che gli assetti di *governance* a quelli di una quotata. Nello stesso tempo, la creazione di un nuovo genere, oltre a sancire una situazione di fatto, produce effetto "educativo" e di "segnalazione" al mercato: le imprese trovano un ambito giuridico che le educa ad un comportamento di crescita per muovere da un assetto di relazioni con il sistema finanziario basato esclusivamente sui prodotti creditizi (e quindi privo di impatti di *governance* e di qualità del processo decisionale) ad uno più aperto ad interlocutori finanziari diversificati. E ciò costituisce anche un segnale qualificato che l'impresa manda nello stesso tempo al mercato, dimostrando di sottostare a regole più severe e stringenti, divenendo più appetibile per gli investitori stessi senza necessariamente procedere forzatamente ad un salto come la quotazione. La terza e la quarta area di intervento hanno invece l'obiettivo di agire sull'assetto delle passività dell'impresa rimuovendo vincoli storici, fattori di debolezza o creando delle condizioni per un'organizzazione più virtuosa della politica d'indebitamento e di gestione del capitale. Questo significa orientare

le scelte ad un orizzonte di medio-lungo termine e ad un ricorso più deciso al capitale di rischio. Nel caso più specifico dell'*equity*, le proposte del gruppo di lavoro tengono necessariamente in conto non solo l'angolo visuale dell'impresa, ma anche quello degli investitori che diviene critico in alcune fasi del ciclo di vita come quella di *seed* e di *startup*. Il tema dei PIR completa sempre sul lato degli investitori il quadro degli interventi che facilitino la destinazione di risorse finanziarie ai punti più critici della matrice che combina le fasi del ciclo di sviluppo con le categorie di strumenti-operatori finanziari. Da ultimo, si interviene con una proposta di cambiamento della definizione comunitaria di Pmi per supportare un migliore accesso delle imprese agli schemi di finanziamento disponibili.

Una raccomandazione importante del gruppo di lavoro è legata al fatto che per ciascun intervento è di norma prevista una struttura con più elementi caratterizzanti, che non devono essere accettati o rifiutati in blocco, ma, piuttosto, intesi secondo una logica di scalabilità. Più nello specifico, la presenza di una modularità consente invece di introdurre gradualmente oppure parzialmente determinate proposte, rispondendo quindi allo spirito complessivo di questo documento che si basa su concretezza e realizzabilità nel breve termine.

#### **3.1 Prima proposta. Gli incentivi per sostenere la “qualità del capitale umano”.**

L'irrobustimento dei processi decisionali in materia finanziaria richiede nelle aziende la disponibilità di competenze di natura finanziaria, peraltro sempre più avanzate e non solo riconducibili alla gestione del rapporto con le banche. Molta della letteratura scientifica ha segnalato come nelle imprese di piccole e media dimensione: la capacità di gestione dei fenomeni finanziari sia considerata residuale e spesso delegata a figure di consulenti di fiducia; la figura del CFO sia presente solo in casi marginali; la

correlazione fra la presenza di un CFO e le performance economiche-finanziarie sia robusta e di eguale segno<sup>1</sup>. A ciò si aggiunge che la capacità di gestione dei fenomeni finanziari non sia un fatto pianificato, ma più guidato, quasi in modo casuale, dalla competenza finanziaria di cui dispone l'assetto proprietario, in virtù degli studi fatti o delle esperienze maturate sul campo. La proposta è, quindi, quella di creare le condizioni per soddisfare, o meglio, fare emergere in modo forte il fatto che le imprese abbiano bisogno di introdurre competenze forti nell'ambito della gestione finanziaria. L'inserimento di un CFO avrebbe, quindi, un ruolo fondamentale nel qualificare la capacità decisionale dell'impresa e di interazione con le diverse componenti del sistema finanziario.

Il razionale dello schema di incentivo si basa sull'applicazione di un modello analogo a quello adottato per stimolare l'investimento in capitali fissi, materiali o immateriali. Ciò non solo per l'immediatezza del meccanismo, ma anche per sottolineare il contenuto di investimento nel capitale umano e, quindi, la sua strategicità, alla stessa stregua di quello in capitale di funzionamento dell'impresa. Sotto il profilo applicativo, lo schema di incentivo potrebbe concretizzarsi in:

1 – assunzione della figura del CFO all'interno dell'azienda. Un'eventuale verifica dei requisiti, senza irrigidire troppo il processo o demandarlo a soggetti terzi costituiti *ad hoc* come un'agenzia governativa o un ufficio del ministero (dello sviluppo o dell'economia), potrebbe essere delegata all'associazione di competenza (quindi l'Andaf<sup>2</sup>), il cui processo decisionale (riconoscere o no il Curriculum del candidato quale CFO) avrebbe un controllo di fatto reputazionale;

1 – Si veda Caselli S., Di Giuli A., Gatti S. “Are small and medium firms financially sophisticated?” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 35, n.11, November 2011 e Caselli S., Di Giuli A. “Does the CFO Matter in Family Firms? Evidence from Italy”, *European Journal of Finance*, vol. 6, 2010.

2 – Associazione Nazionale Direttori Amministrativi e Finanziari.



II – inserimento del CFO all'interno del consiglio di amministrazione dell'impresa, evitando in questo modo arbitraggi ed elusioni ricorrendo a figure di qualificazione non adeguata (che dovrebbero però essere mitigate dal controllo associativo) e ponendo il CFO nella condizione di incidere realmente nei processi decisionali;

III – attribuzione al CFO delle deleghe alla gestione dei rapporti con intermediari finanziari, in via esclusiva o condivisa con l'amministratore delegato o con la figura di decisore effettivo nelle politiche aziendali.

### **3.2 Seconda proposta. La creazione di uno statuto delle imprese “private to public”.**

Il contesto di fondo che costituisce il razionale della proposta è che la dicotomia fra aziende “pubbliche”, ossia quotate in un mercato regolamentato, e aziende “private”, ossia non quotate, è troppo semplificatrice e rigida per due ordini di motivi: da un lato, esiste oggi una molteplicità sempre più ampia di strumenti «privati» che stimolano le aziende a ragionare con logiche *public* senza essere necessariamente quotate; dall'altro lato, le aziende hanno bisogno di procedere con gradualità dallo status di «privata» allo stato di «pubblica» che spesso costituisce un salto così traumatico da sospendere qualsiasi decisione che vada nella direzione della quotazione.

L'individuazione di una forma giuridico-regolamentare che definisca questo stadio intermedio fra lo *status* di “quotata” e quello di “non quotata” permetterebbe di:

I – «educare» le imprese e stimolare cultura manageriale nell'evoluzione, in questo caso progressiva, da azienda privata ad azienda pubblica;

II – sviluppare un effetto «certificazione» nei confronti degli intermediari e del mercato finanziario, innescando un circolo virtuoso ed evolutivo.

Il gruppo di lavoro non si è posto l'obiettivo di scrivere lo statuto stesso, ma di definirne i suoi contenuti e linee guida di massima che devono prevedere:

I – l'inserimento della figura del CFO, come definita nella proposta precedente;

II – la creazione di un sito web aziendale che contenga necessariamente una sessione dedicata alla corporate governance e al rapporto con il mercato finanziario;

III – l'adozione di un consiglio di amministrazione, che preveda almeno una figura non riferita all'azionista di controllo;

IV – l'adozione di forme di pubblicità più stringenti sul bilancio, quale ad esempio, la pubblicazione sul sito web aziendale insieme al calendario degli eventi societari;

V – lo sviluppo di un bilancio previsionale, pubblicato sempre sul sito web aziendale;

VI – l'adozione di una politica esplicita di accantonamento degli utili per il rafforzamento patrimoniale della società.

Da ultimo, sotto il profilo giuridico, occorrerà valutare in quale modo la creazione di uno statuto che, quindi, definisca il profilo dell'azienda "*private to public*" o "*quasi-public*" verrà introdotto. Tale statuto può essere mirato all'introduzione della fattispecie all'interno del codice civile o essere piuttosto connotato come vero e proprio statuto che l'azienda decide di adottare con un'apposita decisione aziendale. Peraltro, le iniziative di mercato – come quella recente di Aidaf<sup>3</sup> o l'organizzazione del percorso ELITE – vanno proprio nella direzione di caratterizzare, qualificare, educare e distinguere determinate aziende che decidono, pur nella loro natura "privata", di intraprendere un percorso di gestione e governo più ambizioso e "diverso".

### 3.3 Terza proposta. L'equilibrio tra debito e equity nel percorso di crescita delle imprese.<sup>4</sup>

L'assetto fiscale delle passività d'impresa è stato oggetto di una profonda evoluzione a partire dal 1994 per giungere fino al 2018, in cui si potrebbe aprire una fase successiva di riorganizzazione del sistema fiscale. Parlando in modo mirato di fiscalità delle passività d'impresa, la traiettoria evolutiva 1994-2018 ha visto nel suo complesso il passaggio da una situazione di assoluto vantaggio fiscale del debito – ossia la piena deducibilità degli interessi passivi – ad un quadro più articolato in cui:

I – il debito non più pienamente deducibile (sia per l'Irap, che per la presenza di un cap ai fini Ires collegato al 30% del valore dell'EBITDA);

II – non esiste, fatta eccezione per il leasing, una politica di discriminazione o di sostegno selettivo ad alcune fonti di finanziamento, ritenute potenzialmente più efficaci per l'irrobustimento della struttura finanziaria d'impresa (quali, ad esempio, le fonti di finanziamento a medio e a lungo termine);

III – gli incentivi all'*equity* hanno assunto, con l'introduzione dell'ACE nel 2012, una presenza visibile (ma meno intensa rispetto all'esperienza della DIT nel periodo 1996-2000) il cui impatto è limitato tuttavia al flusso e non allo *stock* dell'*equity*, rendendo il meccanismo meritevole di interesse ma non decisivo nel riequilibrare il tema degli incentivi dal debito all'*equity* stesso.

Confrontando la situazione odierna con il passato anche recente, dove peraltro erano molto più chiari i limiti di deducibilità e le percentuali di tassazione, nel contesto normativo attuale, alcuni elementi emergono in maniera netta: la maggiore comples-

<sup>4</sup> – Un maggiore dettaglio delle proposte di Assolombarda sul regime tributario dei redditi di natura finanziaria è contenuto nella parte 5 del Libro *Fisco, imprese e crescita* (<http://www.assolombarda.it/servizi/fisco/documenti/fisco-impres-e-crescita-il-futuro-del-fisco>).

sità normativa; la presenza di limiti “variabili” di deducibilità; il disincentivo all’uso della leva finanziaria come mezzo di crescita dell’azienda.

Per quanto riguarda il primo aspetto, si può affermare che, purtroppo, non è un elemento assolutamente nuovo, in quanto, in Italia, la normativa fiscale, proprio per essere spesso oggetto di cambiamenti, appare da sempre legata più ad interventi specifici, spesso legati alle necessità di bilancio statali, che frutto di un approccio e di una strategia a più ampio raggio. In tal senso, come ineludibile conseguenza, si vengono a creare una moltitudine di casistiche specifiche che, oltre a rendere più difficoltosa l’applicazione della normativa fiscale, rendono oggettivamente più complicata anche l’analisi dell’effettiva volontà del Legislatore in ambito generale. Il secondo ed il terzo aspetto, per certi versi, possono essere letti in maniera parallela. In tal senso, si pensi alla normativa esistente in tema di deducibilità degli oneri finanziari. Fondamentalmente, il Legislatore, dopo aver individuato una serie di oneri finanziari non deducibili, ha legato la possibilità di deduzione degli stessi ai fini fiscali in funzione di due elementi: la presenza di interessi attivi e assimilati da una parte, e la redditività aziendale dall’altra parte. Sostanzialmente, gli interessi passivi possono permettere un vantaggio fiscale se e solamente se la redditività aziendale è sufficientemente alta.

Tale approccio, di fatto, rappresenta un disincentivo all’uso della leva finanziaria quale strategia di gestione delle fonti perché, di fatto, un aumento dell’indebitamento diventa conveniente (e sostenibile) dal punto di vista fiscale solamente qualora l’azienda sia in grado di produrre un ROL elevato. Rispetto al passato, quando il Legislatore inserì dei vincoli di carattere “patrimoniale”, come a puro titolo esemplificativo, la *thin capitalization rule*, l’attuale sistema risulta essere molto più flessibile, in quanto, a priori, se non per casi specificamente riportati (ad esempio, art. 102 Tuir), non esistono limitazioni sulle possibilità del *management* di utilizzare politiche di leva finanziaria molto spinta. Allo stesso

tempo, però, occorre rimarcare che, qualora tali politiche fossero attuate, esisterebbe un'inferiore convenienza, proprio per il venir meno del vantaggio fiscale. Pertanto, anche l'attuale impostazione conferma la volontà, già ben evidente dal 2004, di voler, da un lato, ridurre la convenienza relativa del debito e, dall'altro lato, riorientare l'impiego delle risorse dei soci dalla logica del debito a quella dei mezzi propri.

Per sostenere concretamente la crescita delle imprese, l'obiettivo complessivo dovrebbe essere, quindi, quello di incentivare a privilegiare i processi di patrimonializzazione delle imprese, a scapito dell'indebitamento, in particolar modo quello a breve termine.

La fiscalità sul capitale di rischio è per certi versi l'elemento più importante, ma anche più controverso a causa della lunga tradizione italiana di finanza di debito bancario. Il tema del costo del capitale (con incentivi strutturali e permanenti alla capitalizzazione), l'incentivo selettivo al *going public* (privilegiando nettamente le Offerta Pubblica di Sottoscrizione OPS, rispetto alle Offerta Pubblica di Vendita OPV) per l'accesso ai mercati, il sostegno ai *business angels* e ai *donors* per lo sviluppo di *startup* e la facilitazione all'intervento di investitori istituzionali nelle crisi e fallimenti possono rappresentare un asse portante di interventi che, compatibilmente con il vincolo di bilancio della finanza pubblica, sosterebbero il rapporto fra imprese e sistema finanziario. Il dibattito sul tema della capitalizzazione delle banche è, infatti, costantemente al centro dell'interesse da molto tempo mentre la stessa intensità di dibattito e la stessa attenzione non sono emerse con riferimento ad un tema altrettanto importante quale quello della capitalizzazione del sistema industriale. Eppure, la determinazione di un corretto livello di capitale di rischio, così come avviene per le banche, permette alle imprese stesse di fronteggiare al meglio rischi, incertezze e crisi e, nello stesso tempo, genera un beneficio di ritorno sul sistema finanziario ed innesca un ciclo virtuoso in quanto aziende più capitalizzate conducono all'assegnazione di migliori *rating* e quindi ad una maggiore disponibilità

di credito complessiva. Le ragioni dell'assenza di tale dibattito, soprattutto all'interno del contesto italiano, hanno peraltro radici molto profonde. In termini complessivi, l'assetto delle regole fiscali rappresenta il naturale complemento per il disegno di una catena del valore completa e riequilibrata a favore delle forme ad oggi sottoutilizzate, ma decisive quali il mercato di borsa e dei capitali più in generale.

Tuttavia, entrando nel merito delle proposte del gruppo di lavoro, con riferimento alla componente *equity*, occorre distinguere l'incentivo al capitale di rischio di per sé e l'inserimento di questo incentivo in un contesto più ampio di avvicinamento al mercato di Borsa ai fini dell'IPO, Offerta Pubblica Iniziale. Nel primo caso, occorre, comunque, stimolare le aziende ad una maggiore capitalizzazione. Nel secondo caso, occorre individuare con accuratezza le fasi e i soggetti coinvolti fiscalmente nel percorso verso l'IPO identificabili come:

- I – pre-quotazione;
- II – quotazione;
- III – *grace period post IPO*.

Nello specifico, il *grace period post IPO* ha il significato di individuare una fase in cui l'azienda neo-quotata deve ricevere un sostegno ulteriore per acquisire visibilità e robustezza che le consentano di permanere nel listino con successo. Tale periodo potrebbe avere una durata di tre anni.

Peraltro, le proposte possibili devono mirare a definire in maniera chiara i vari stadi di tale "catena del valore" e a individuare i soggetti coinvolti e interessabili ad un incentivo fiscale. In entrambi i casi, il criterio generale sottostante al disegno degli incentivi è basato su: il sostegno ai passaggi/snodi critici che possono attrarre e moltiplicare il numero delle aziende e degli imprenditori interessati ad un processo di quotazione; il supporto alle quotazioni di natura virtuosa, in quanto basate esclusivamente o prevalentemente (nel caso di uscita di un fondo di *private equity*) sul meccanismo dell'OPS; la generazione di vantaggi per gli inve-

stitori che si traducano il più possibile in benefici non solo privati, ma generali per l'intero sistema.

Con riferimento agli investitori può essere sviluppata una riflessione sull'esigenza/opportunità di introdurre incentivi all'acquisto e alla vendita di azioni di aziende non quotate (quindi non necessariamente nel processo di pre-quotazione ma in termini generali).

Le tipologie di investitori da incentivare sono due: gli *equity investor* e le persone fisiche (cui aggiungere, eventualmente, le fondazioni). Questa soluzione permetterebbe di raggiungere più obiettivi contemporaneamente: fornire un sostegno all'attività di *angel investor*, rendere più conveniente l'investimento in società non quotate, ridurre i comportamenti opportunistici dei finanziatori in capitale di rischio. Traendo ispirazione dalla normativa americana relativa alle QSBS (*Qualified Small Business Stocks*), potrebbe essere introdotto un meccanismo di tassazione che privilegi incrementalmente chi investe a medio-lungo periodo, anche non esclusivamente nella medesima azienda, purché il *capital gain* ottenuto venga integralmente reinvestito in titoli di altre aziende non quotate entro una certa scadenza<sup>5</sup>, che potrebbe essere fissata in un anno. Tale norma dovrebbe essere estesa in generale anche all'investimento di *seed* e *startup*, agendo, quindi, su quella parte dello schema del ciclo di sviluppo più difficile e delicata in assoluto.

#### **3.4 Quarta proposta. L'estensione degli schemi PIR e dei fondi specializzati.**

Lo schema PIR costituisce un'ottima base di ragionamento in quanto capace di coniugare: un vantaggio fiscale concreto per l'investitore; l'utilizzo di risparmio di sistema per investimenti diretti nelle imprese. Una sua estensione ad altre tipologie di *asset* potrebbe contribuire ad accrescere la «qualità del capitale» utilizzato dalle imprese, senza esporre nel contempo a rischi non tollerabili.

li i risparmiatori. Anche se i PIR sono un'operazione di successo, occorre avere più coraggio e modificare da subito la norma, che permetta a questo strumento di avvicinarsi veramente ai bisogni delle Pmi. E ciò avviene in una fase di mercato in cui la regolamentazione delle banche fissa dei requisiti di capitale che impongono di concedere prestiti solo di elevata qualità, riducendo la dimensione potenziale dei finanziamenti e chiedendo indirettamente alle aziende di avere una struttura finanziaria più solida.

Il ricorso al mercato è l'effetto voluto di questo disegno regolamentare, che impone non solo alle imprese di aprire la propria finanza a strumenti di debito e di *equity*, ma anche al paese di disporre di tutta l'infrastruttura necessaria - intermediari, *advisors*, mercati finanziari e investitori - affinché il risparmio venga canalizzato sui titoli disponibili. Il ricorso al mercato da parte delle imprese non è fatto peraltro solo di "quotazione in Borsa" ma di una pluralità di strumenti che ampliano le possibilità e che permettono di avvicinarsi gradualmente allo *status* di azienda quotata.

5 – Per evitare forme elusive, il meccanismo può essere definito nella maniera seguente per circoscriverlo a coloro che agiscono come meri investitori e non come proprietari/imprenditori: **tipologia di investitore:** equity investor o persona fisica o fondazione; **forma di investimento:** azioni e quote di società a responsabilità limitata; **limiti all'investimento** (ossia devono essere soddisfatti contemporaneamente tutti i requisiti): partecipazioni non qualificate; partecipazioni che non permettono il controllo/collegamento/influenza notevole ai sensi dell'art. 2359 c.c.; partecipazioni che non sono riconducibili a "patti di sindacato"; partecipazioni che non determinano alcuna attività amministrativa in capo ai soggetti detentori); **limiti specifici dell'investitore:** esclusi investitori parti correlate di azionisti della società e/o soggetti riconducibili allo stesso gruppo (o ai medesimi proprietari); **limiti temporali:** i capital gain ottenuti devono essere investiti in aziende non quotate entro due anni e le partecipazioni devono essere detenute da almeno 12 mesi ininterrottamente (come per la PEX, Participation Exemption); **oggetto del beneficio:** ossia i capital gain reinvestiti (totalmente o parzialmente) sono detassati integralmente (per la parte totalmente o parzialmente reinvestita).



### Parte 3 – La Finanza a servizio delle Imprese

I *bond* di distretto e i nuovi *basket bond*, il *private debt*, il *private equity* e le forme di *permanent capital* sono oggi non più degli esperimenti rivolti ad una limitata *élite* di campioni, ma strumenti destinati ad un mercato più ampio.

In tale contesto, una recente operazione di successo è rappresentata dall'*ELITE Basket Bond*, prima soluzione di sistema e standardizzata a supporto della crescita delle società aderenti al programma ELITE, realizzata attraverso l'organizzazione di una operazione strutturata composta da un basket di bond emessi da un gruppo di società parte del programma attraverso l'innovativa piattaforma di Private Placement di ELITE.

ELITE *Basket Bond* ha consentito di raggiungere i seguenti obiettivi:

- Sistema: utilizzare uno strumento innovativo e immediato di indirizzo di risorse finanziarie alle Pmi in linea con le politiche economiche comunitarie, coinvolgendo banche di sviluppo e investitori privati/sovrani;
- Investitori: beneficiare di emissioni di grandi dimensioni che possono: i) mitigare il rischio attraverso una pluralità di attivi sottostanti rappresentati dalle singole emissioni delle Pmi; ii) ottenere profili di rischio/rendimento diversificati e forme implicite di garanzie – *credit enhancement*; iii) trovare una liquidità nel mercato determinata dalla dimensione della singola emissione;
- Pmi: accedere al mercato dei capitali in modo efficiente, sia per soddisfare le proprie esigenze di finanziamento a medio/lungo termine a sostegno di piani industriali e di investimento sia per diversificare le proprie fonti di finanziamento.

Nello specifico, ELITE *Basket Bond* è stato realizzato mediante l'emissione di titoli garantiti dalle obbligazioni emesse da 10 società ELITE (per un ammontare complessivo di 122 milioni di euro) con identiche caratteristiche in termini di durata (10 anni) e tasso, ma con ammontare differente. Le obbligazioni sono state interamente sottoscritte da uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) che ha emes-

so un'unica tipologia di titoli di ammontare pari alla somma dei singoli strumenti. I titoli hanno beneficiato di una garanzia fornita in forma mutualistica dalle stesse società emittenti (*credit enhancement*). I principali investitori dell'operazione sono stati la Banca Europea degli Investimenti (BEI) e Cassa Depositi e Prestiti (CDP), seguiti da una serie di altri investitori professionali.

Considerate le risorse oggetto del piano comunitario e della velocità di "contrazione del credito da parte del sistema bancario", ELITE *Basket Bond* ha rappresentato una prima soluzione di successo per trasmettere liquidità al sistema industriale dei paesi comunitari.

È plausibile immaginare che operazioni come ELITE *Basket Bond* possano diventare una operazione *benchmark* di mercato e, quindi, una soluzione continuativa da proporre su base periodica al fine di diventare un canale di trasmissione della liquidità da parte di operatori pubblici come le Banche Multilaterali e soggetti privati quali i grandi investitori in strumenti di credito (*Asset Manager*, Fondi Pensione, Compagnie Assicurative).

I PIR sono un'innovazione fondamentale per il mercato italiano in quanto avvicinano il risparmio all'investimento in titoli azionari e obbligazionari delle aziende quotate di medie dimensioni, prevalentemente presenti nel mercato AIM. Se si declinasse meglio la legge, agendo sulla quota del 21% che oggi è genericamente rivolta a "strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della Borsa italiana", aprendola in maniera esplicita:

- I – a titoli garantiti come i *basket bond*;
- II – strumenti *equity* (o *debt*) di aziende che abbiano adottato lo statuto «*private to public*»;
- III – strumenti *equity* (o *debt*) di aziende in fase di «pre-quotazione» come definite nella proposta precedente relativa agli incentivi sull'*equity*;
- IV – quote di fondi di *private equity* e di *private debt*;
- V – titoli emessi da aziende che hanno iniziato un percorso di

avvicinamento al mercato come le aziende entrate nel percorso ELITE.

Si aprirebbero le porte ad una trasformazione vera del nostro sistema. Oltre a creare più spazio ai risparmiatori per le proprie scelte di investimento ed evitare il rischio di un'eccessiva concentrazione su un numero limitato di titoli, come avviene oggi.

Peraltro, le categorie di strumenti mobiliari così individuati e la normativa PIR in generale, potrebbe essere applicata de facto anche ad un'altra grande area di disponibilità di risorse finanziarie disponibili rappresentate dalle riserve assicurative investibili delle compagnie di assicurazione. In particolare, applicare la quota 21% agli aggregati suddetti purché investiti nella lista degli strumenti "PIR", oltre a generare una omogeneità di comportamento sul mercato, darebbe uno stimolo ancora più forte ad un'accelerazione del mercato finanziario sostenendo in maniera decisa nuovi processi di emissione.

#### **3.5 Quinta proposta. Cambiamenti alla definizione comunitaria di Pmi<sup>6</sup> per migliorare l'accesso agli schemi di finanziamento.**

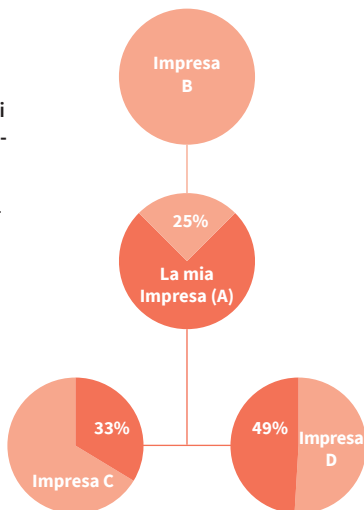
La Commissione europea ha avviato il riesame della definizione di Micro, Piccola e Media Impresa (Pmi), prevista dalla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione del 6 maggio 2003. La definizione europea è sicuramente articolata e consente comunque, salvo rare eccezioni, di arrivare sempre a una conclusione rispetto alla reale dimensione aziendale. Tuttavia, complicazioni e criticità nella sua applicazione sorgono quando l'impresa non è autonoma, ma facente parte di un gruppo di imprese o di proprietà di imprenditori che controllano altre imprese operanti nello stesso business. Questo comporta che, a seconda delle percentuali di

**6 – Ai fini delle proposte contenute in questo documento prenderemo in considerazione esclusivamente la definizione Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione del 6 maggio 2003, pur tenendo conto che esistono altre definizioni, ad esempio a livello di MIFID II.**

L'impresa A possiede il 33% di C e il 49% di D, mentre B detiene una quota del 25% della mia impresa.

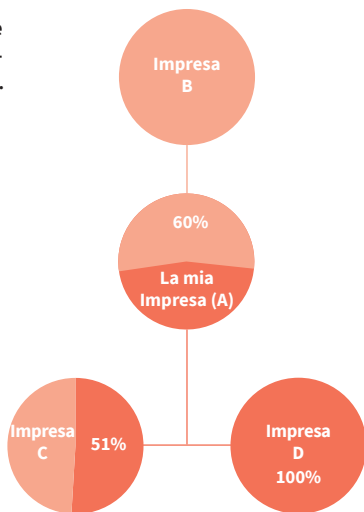
Per calcolare i miei effettivi e i miei dati finanziari, aggiungo le percentuali relative dei dati B, C e D ai miei dati totali.

IL MIO TOTALE = 100% di A + 25% di B + 33% di C + 49% di D.



La mia impresa A possiede il 51% di C e il 100% di D, mentre B detiene una partecipazione del 60% nella mia impresa. Dal momento che le partecipazioni sono in ciascun caso superiori al 50%, prendo in considerazione il 100% dei dati di ognuna delle quattro imprese al momento di calcolare le mie soglie finanziarie e di effettivi.

IL MIO TOTALE = 100% di A + 100% di B + 100% di C + 100% di D.



### Parte 3 – La Finanza a servizio delle Imprese

partecipazione, quota parte dei dipendenti e dei valori di bilancio contribuisce al calcolo dei limiti di Pmi. Attualmente, per partecipazioni superiori al 50% (e in ogni caso in cui sussista l'ipotesi di "collegamento"), la normativa non tratta in maniera distinta situazioni di "controllo industriale" e "partecipazione finanziaria". Di conseguenza, equipara la partecipazione di un'azienda a quella di un fondo di investimento e, quindi, scatta l'obbligo di sommare dipendenti e dati di bilancio non solo del fondo, ma di tutte le altre imprese in cui ha partecipazioni di maggioranza o pari/superiori al 25%. Nel primo caso si sarebbe comunque in presenza di un'entità che teoricamente esercita un controllo sulla Pmi, mentre nel secondo sarebbe tutto da dimostrare (tenuto conto che normalmente la partecipazione finanziaria è associata a una funzione di consulenza, solitamente fornita alle nuove imprese).

Dato che nei processi di sviluppo aziendali i fondi di investimento possono fornire temporaneamente sia le competenze, sia le risorse necessarie a velocizzare il percorso di crescita, l'esclusione dal calcolo della dimensione aziendale da parte di fondi di *venture capital* e di *private equity* contribuirebbe a:

- non scoraggiare le Pmi dal cercare investimenti privati;
- promuovere una maggiore patrimonializzazione delle piccole dimensioni;
- rendere più attrattivo l'investimento nelle Pmi nei fondi, in quanto le imprese anche dopo il loro ingresso potrebbero beneficiare del maggior numero di strumenti di finanziamento possibili (agevolati e non). Per citare alcuni esempi di agevolazioni normalmente riservati alle Pmi: supporto nell'accesso al credito (es. Fondo di Garanzia per le Pmi), incentivi per startup (es. *Smart & Start*, Bando Intraprendo di Regione Lombardia), incentivi per investimenti (es. Nuova Sabatini), incentivi per la Ricerca & Sviluppo e l'innovazione (es. SME Instrument di Horizon 2020 e incentivi derivati dalla dotazione POR FESR delle regioni).

Box:

Le scelte finanziarie  
delle Pmi di Milano,  
Lodi, Monza e Brianza

### Parte 3 – La Finanza a servizio delle Imprese

Nell'ambito del progetto del Libro *Credito e finanza per la crescita delle imprese*, Assolombarda ha promosso un'indagine sulle scelte finanziarie delle Pmi di Milano, Lodi, Monza e Brianza al fine di comprendere quali siano le strutture organizzative dedicate alla gestione finanziaria ed esaminare le abitudini finanziarie delle imprese del territorio.

L'Indagine è stata effettuata tramite l'invio alle imprese associate di questionari tra il 16 maggio e l'8 giugno 2018. L'insieme dei rispondenti (179 imprese associate) costituisce il gruppo di soggetti analizzato, che si caratterizza per una rilevante variabilità in termini di dimensioni aziendali e settori di appartenenza delle imprese coinvolte.

All'interno del gruppo delle imprese intervistate sono stati individuati tre "percorsi" a seconda della figura professionale preposta alla gestione finanziaria. Nelle imprese appartenenti al primo percorso non è prevista alcuna figura specializzata e le decisioni di natura finanziaria vengono prese dall'imprenditore o dall'amministratore delegato. Appartengono al secondo percorso le imprese nelle quali le decisioni finanziarie sono delegate al responsabile dell'area amministrativa. Il terzo percorso, infine, comprende le imprese che prevedono all'interno della propria struttura organizzativa un vero e proprio Direttore Finanziario, o CFO (*Chief Financial Officer*). In termini di dimensioni aziendali, le imprese del Percorso 3 sono mediamente più grandi di quelle degli altri percorsi (242 addetti in media contro i 64 addetti del Percorso 1 e i 65 del Percorso 2).

Per quanto riguarda le motivazioni addotte alla scelta di dotarsi o meno di un Direttore Finanziario, le imprese del Percorso 1 e del Percorso 2, che non ne fanno uso o delegano le decisioni finanziarie al responsabile amministrativo, riportano, da un lato, che le dimensioni aziendali non richiedono una figura specifica dedicata alla gestione finanziaria (38% dei rispondenti nel Percorso 1 e 70% nel Percorso 2) e, dall'altro, che le competenze richieste sono già presenti in azienda nella persona dell'imprenditore o

dell'amministratore delegato (62% dei rispondenti nel Percorso 1 e 12% nel percorso 2). A guidare la scelta, dunque, non sono motivazioni di tipo esogeno (costi o disponibilità di figure specializzate), quanto piuttosto ragioni legate alla struttura aziendale stessa.

Le imprese del Percorso 3, invece, decidono di affidarsi ad un vero e proprio CFO riconoscendo che la dimensione e la complessità aziendale richiedono un presidio continuativo dell'area finanziaria (75% dei rispondenti). Inoltre, il 35% delle imprese dichiara che la presenza del Direttore Finanziario è anche il risultato di una scelta di tipo strategico e improntata allo sviluppo dell'azienda. Il CFO assume così un ruolo di primaria importanza all'interno dell'impresa, lavorando a stretto contatto con i vertici esecutivi: il 77% delle imprese del Percorso 3 dichiara infatti che il CFO siede nel *board* o partecipa alle attività del *board* stesso (quota decisamente superiore al 61% dei rispondenti tra le imprese del Percorso 2, relativamente alla figura del Direttore Finanziario).

Le principali determinanti del livello di indebitamento dell'impresa risultano essere il fabbisogno di liquidità (63% dei rispondenti) e il costo delle fonti di finanziamento (43%). Distinguendo tra i diversi percorsi, le imprese del Percorso 1 e del Percorso 2 indicano con più frequenza la disponibilità del sistema bancario a concedere finanziamenti rispetto alle imprese del Percorso 3. Tra i fattori determinanti, le imprese dei percorsi 2 e 3 segnalano maggiormente i vantaggi fiscali rispetto a quelle del Percorso 1.

Quando si tratta di scegliere le specifiche fonti di finanziamento, le imprese intervistate citano, tra i criteri più rilevanti, il costo della singola operazione (64% degli intervistati) e la rispondenza ai bisogni aziendali (56%). Anche in questo caso vi è una certa variabilità tra i diversi percorsi: le imprese dei Percorsi 1 e 2 danno più peso alla velocità di esecuzione rispetto alle imprese del Percorso 3, mentre quelle appartenenti ai Percorsi 2 e 3 considerano maggiormente l'impatto sul *cash flow* rispetto alle imprese del Percorso 1.



### Parte 3 – La Finanza a servizio delle Imprese

L'Indagine affronta anche il tema della conoscenza e della diversificazione nell'utilizzo dei diversi strumenti finanziari. Ne emerge un quadro variegato all'interno del quale è possibile individuare una chiara tendenza: col crescere delle dimensioni e della complessità aziendali aumenta tanto il grado di conoscenza delle possibili soluzioni finanziarie quanto l'effettivo utilizzo di un pacchetto sempre più esteso di strumenti finanziari. Un *trend* simile si osserva nel numero e nella composizione degli intermediari finanziari diversi da quelli bancari con i quali le imprese dei diversi percorsi si relazionano.

Per ulteriori informazioni si rimanda all'indagine completa visibile al seguente link: <http://www.assolombarda.it/centro-studi/le-scelte-finanziarie-delle-pmi-di-milano-lodi-monza-e-brianza>



















# **La visione di Assolombarda sul futuro del credito e della finanza d'impresa**

**Il tema del credito continua a rappresentare uno dei principali nodi da sciogliere per il rilancio del sistema industriale. Spesso esiste un divario troppo ampio tra chi scrive leggi e regolamenti e la cosiddetta economia reale, fatta da molte piccole e medie imprese che non si sentono o non vengono ascoltate e che finiscono con il subire gli effetti delle decisioni prese da istituzioni europee e italiane.**

**È necessario un presidio costante e corale del tema perché spesso giungono dall'Italia numerose voci frazionate che, anche quando basate sulle medesime argomentazioni, hanno comunque un effetto più diluito sui decisori finali, sui media e sugli opinion maker.**

**Assolombarda, anche grazie alla forte relazione che ha già costruito con le istituzioni e il mondo finanziario, intende mettere a disposizione le proprie competenze e quelle dei propri imprenditori candidandosi a diventare, in questo percorso, un facilitatore, un interlocutore di riferimento sui temi del credito e della finanza a livello europeo, nazionale, regionale e locale e un punto di riferimento per le imprese.**

**Con questo terzo libro Assolombarda prosegue la serie di volumi dedicati ai temi strategici per la crescita delle imprese, del territorio e delle persone.**