

Capital Markets Union

2

76 - 77

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-

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 disconomie 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 addetti¹. 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 imprese². 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%³. 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)⁴.

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

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%)⁵. Se combinato con i bassi tassi di capitalizzazione, il dato non è comunque sufficiente per fare sì che le nostre piccole e medio-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 depositi⁶. 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

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.

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 analogia 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.

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 europee⁷, 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 collocata in uno di questi due strumenti (rispettivamente, circa il 26,5% nel primo e poco meno del 23% nel secondo)⁸. 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-

le nostre famiglie è stata inferiore al 5%⁹. 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)¹⁰.

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 euro¹¹. 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.

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 19th, 2018.

8 – Banca d'Italia, *Relazione annuale anno 2017*, 29 maggio 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%¹². Le stime dell'Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (ANIA), che sono aggregate e non specificano quindi l'allocatione 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 definiti 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 bancaria¹³.

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 equipartite 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'allocatione 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.

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 consideranno 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

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 capitali 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. Diversi rilevanti pesavano anche sui costi delle relative emissioni obbligatorie 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 investitori¹⁴.

Unito all'impegno di eliminare forme di tassazione che penalizzano il capitale azionario rispetto alle varie forme di debito, tali iniziative intendono costruire segmenti di mercato per le piccole-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 piccole-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

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 piccole-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 investimento¹⁵. 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-

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.

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

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 euro¹⁶. Pertanto, l'emissione di *mini bond* rischia di introdurre nuove segmentazioni in mercati finanziari già troppo 'sottili' sen-

¹⁶ -Cfr. Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-Bond: 4^a Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018.

za offrire uno strumento di finanziamento in grado di attenuare, in misura significativa, la futura dipendenza delle piccole e medio-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 aspetti¹⁷: 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 del 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

medio periodo¹⁸. 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 secondari¹⁹.

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 'bolle' finanziaria a danno dei sottoscrittori.

Nel medio-lungo periodo, il manifestarsi di tali problemi potrebbe spingere le famiglie italiane a investimenti finanziari ancora più prudentiali 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 anche 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.

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.

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'Italia²⁰, 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 accentrare 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 aperta²¹. 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%.

²¹ - 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, *Comments, 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 rimodellare 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 ovi 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-

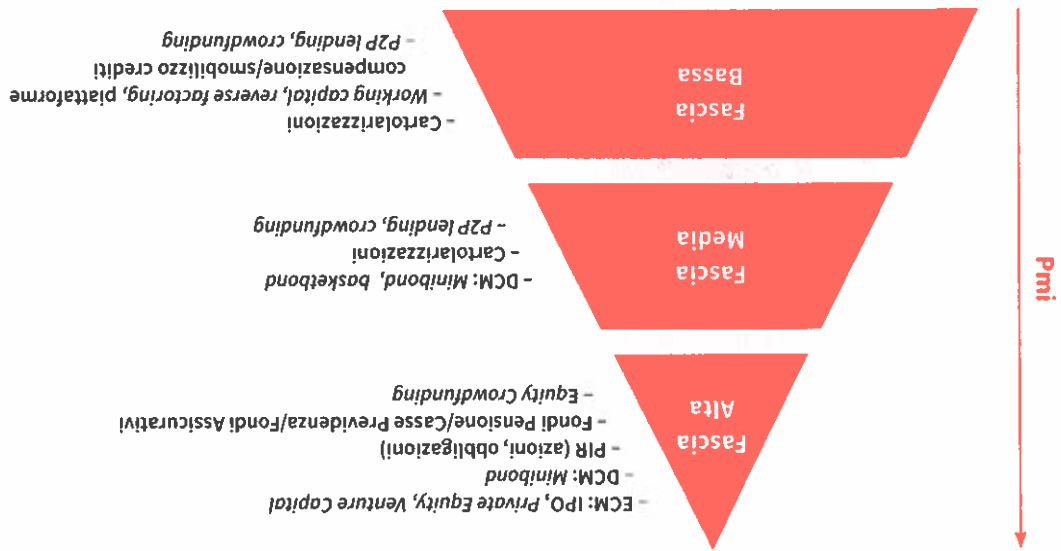
na impresa), dovrebbero essere poi pesate e aggregate fino a sfociare in un indicatore quantitativo sintetico.

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-

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 insiemi 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**



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 incompatibili 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 segnerebbe, 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 parla 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 bancario²², non si propone infatti l'introduzione di obbligazioni strutturate complesse (CDO, CDO², 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-

siddetto *nominated adviser* per l'ammissione di quella stessa impresa²³; 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.

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.

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)²⁴ e hanno appropriati assetti di *governance* (per 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-

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

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.

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 privati²⁵. 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 capitale²⁶. 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-

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.

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.

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 analogo 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 diretti²⁷.

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

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

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.

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 2²⁸.

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 analogo rischiosità così formate sia in grado di soddisfare requisiti minimi di liquidità e di contribuire alla composizione di un portafoglio efficiente²⁹.

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-

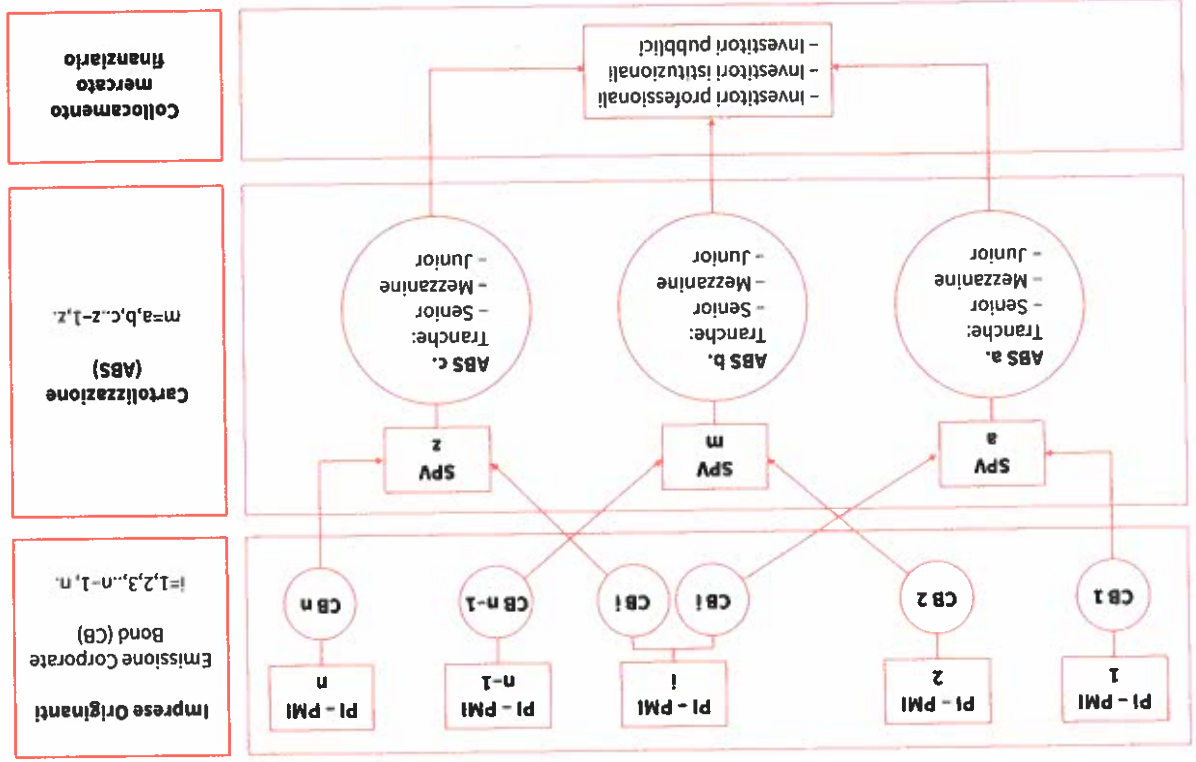
28 - Nel successivo par. 7 si esamina l'operazione di *Elite Basket Bond* che, avendo già realizzato un analogo processo sul mercato, offre un riscontro sperimentale prezioso.

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 stesso³⁰. 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.

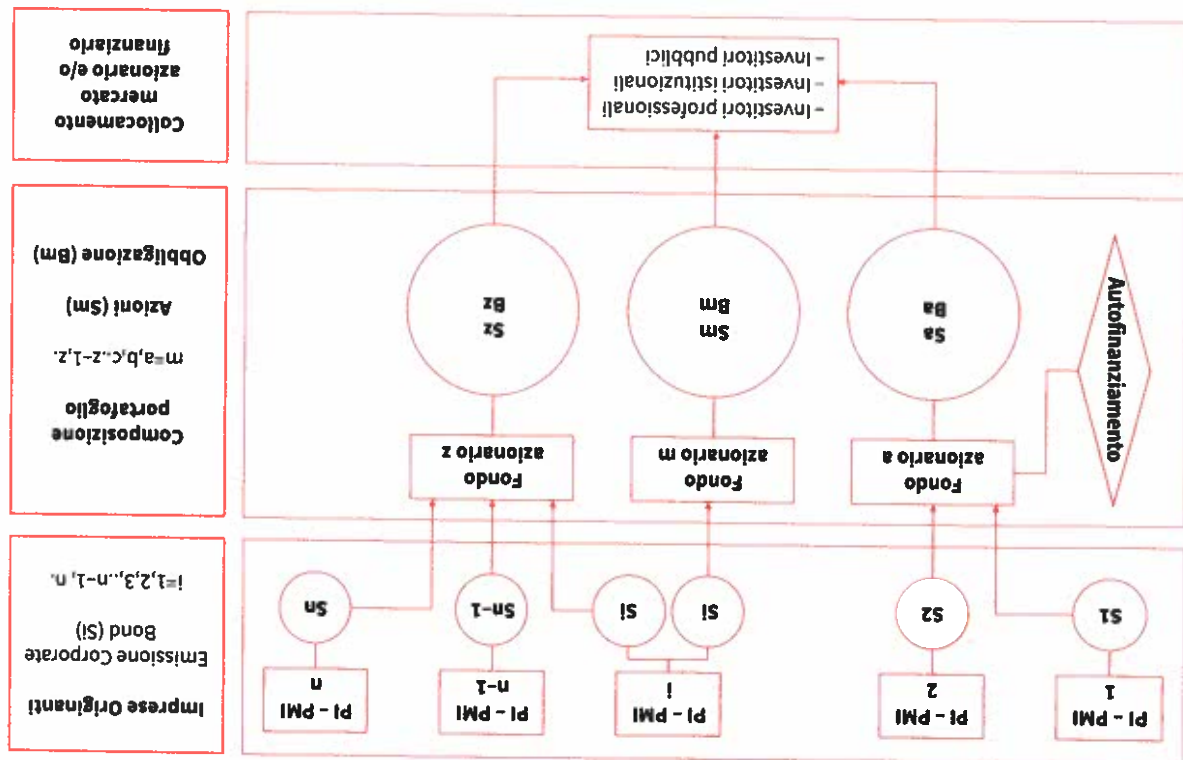
È possibile sintetizzare l'accesso indiretto al mercato dei capitali da parte di emittenti italiani di azioni con dimensioni piccole o piccolo-medie, mediante la seguente Figura 3.

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



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 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)³¹. 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 possa non essere fuorvianti le valutazioni delle agenzie di *rating* rispetto alla correlazione dei rischi³²; 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 idiosincratico 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 distortivi 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-allocano 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 idiosincratico 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 stesse³³; 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 distortivi 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'intermediazione³⁴. 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.

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.

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

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 del patrimonio finanziario 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 - designare 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 ispezionando 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 cautela³⁵. 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 cartolarizzazione 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'apporto 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 italiane³⁶.

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.

imprese³⁷; essa ha, però, anche mostrato che questo ruolo può essere ridondante o generare distorsioni e inefficienze³⁸. 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

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 finanziamenti.

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 designare 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

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.

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 rafforzare 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-

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.