

Quaderni giuridici

# Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI

*S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo*



**CONSOB**  
COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

18

dicembre 2018

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro (coordinatore), Doina D'Eramo, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Walter Palmeri, Fabio Vasselli

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Marchesi Grafiche Editoriali Spa (Roma)

[www.marchesigrafiche.it](http://www.marchesigrafiche.it)

## **Consob**

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

# Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI

*S. Alvaro\*, S. Caselli,\*\* D. D'Eramo\**

## Abstract

Le piccole e medie imprese costituiscono l'ossatura del sistema economico e produttivo italiano rappresentando il 99,9% del numero totale delle imprese del territorio nazionale.

La dimensione ridotta delle imprese e la natura familiare della proprietà hanno spesso reso gli imprenditori restii ad aprire il capitale all'ingresso di nuovi soci finanziatori o a reperire fondi sul mercato di borsa o presso investitori istituzionali tanto che oggi l'Italia risulta essere uno dei paesi avanzati in cui la borsa è meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale.

Un dato che consente di cogliere chiaramente il differenziale di sviluppo del mercato dei capitali è dato dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL. Con riferimento al 2017, questo rapporto ha assunto un valore pari al 128% nel Regno Unito, al 100% in Francia, al 58% in Germania e al 37% in Italia.

La crisi finanziaria degli ultimi anni dal canto suo ha condotto l'Unione Europea nella fase di recessione più lunga di tutta la sua storia ed ha conseguentemente riportato all'attenzione dei politici e degli economisti europei il ruolo strategico delle piccole e medie imprese (soprattutto quelle manifatturiere) come propulsore della crescita e della capacità di innovazione tecnologica e sociale. Tant'è che per agevolare lo sviluppo delle piccole e medie imprese si è giunti a mettere in discussione la tradizionale diffidenza verso ogni forma di intervento pubblico nelle traiettorie di sviluppo industriale poiché si è capito che tra dirigismo e liberismo vi sono molte strategie di politica industriale intermedie perseguibili.

Lo stimolo alla crescita e alla competitività per sostenere e rafforzare la ripresa è diventata la priorità essenziale per la Commissione Europea nella consapevolezza che la mera integrazione attraverso l'eliminazione delle barriere (ossia tramite il completamento del Mercato Unico) è condizione certamente opportuna e necessaria ma non sufficiente.

JEL Classifications: D22, D24, E6, G1, H3, K2, K34

Keywords: Piccole e medie imprese. Mercato dei capitali. Politica economica.

\* Consob, Divisione Studi. \*\* Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nell'Università L. Bocconi di Milano.

Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Si ringraziano i Professori Francesco Vella e Andrea Perrone per le osservazioni e gli utili commenti. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

Con la riconosciuta legittimazione delle politiche industriali cui si è fatto cenno, sino ad oggi la Commissione Europea si è mossa con una serie di iniziative normative in materia di incentivi alla quotazione per le piccole e medie imprese lasciando altresì ampio spazio ai singoli Stati Membri di adottare gli strumenti necessari ed utili per dare la migliore attuazione ai piani della Commissione Europea volti a ridisegnare una politica industriale anche per tenere in debito conto la specificità del sistema produttivo di ogni Paese.

Per questa ragione la maggior parte dei Paesi europei (Germania, Francia e Regno Unito *in primis*) stanno già elaborando e realizzando nuove strategie nazionali per l'industria parallele a quelle, sinora poco fruttuose, della Commissione Europea.

Essendo l'Italia la seconda piattaforma industriale europea (dietro solo alla Germania) pare oltremodo necessario – quantomeno in una prospettiva di comune sviluppo europeo – che anche l'Italia si doti di una visione del futuro dell'industria e di una politica industriale su base territoriale nazionale che orienti l'azione delle imprese in termini diversi da quelli che hanno caratterizzato le precedenti stagioni di intervento pubblico sull'economia tenuto conto del nuovo contesto istituzionale ed economico. Si tratta pertanto di creare una nuova "politica industriale orizzontale" ossia dell'offerta di condizioni più favorevoli per tutte le imprese e della creazione di mercati più efficienti capaci di attrarre investimenti privati in progetti a lungo termine con opportuni schemi di regolazione e soprattutto con incentivi fiscali-finanziari.

Lo studio, muovendo dalla considerazione del fatto che negli ultimi anni il legislatore italiano ha già posto in essere una serie di misure fiscali utili allo sviluppo delle imprese (si allude alle norme sui mini-bond, sui PIR, sull'ACE, sul credito d'imposta per la ricerca, sui *patent box*, ecc.) prova a tracciare un disegno sistematico per quanto attiene principalmente agli incentivi fiscali collegati all'investimento in *equity* sul presupposto che esso possa rappresentare il naturale complemento per il disegno di una catena del valore completa e riequilibrata a favore delle forme ad oggi sottoutilizzate ma decisive quali il mercato di borsa e dei capitali più in generale.

Tale disegno – che segue in qualche modo la traiettoria tracciata da paesi quali il Regno Unito e gli Stati Uniti – mira ad incentivare in maniera forte e strutturale l'intera "catena del valore" che collega gli *equity investor* (sia *private equity investor* che investitori *retail* e *business angels*) al processo di quotazione e di permanenza nel listino individuando, prima, individuare i soggetti coinvolti e interessabili ad un incentivo fiscale (fondi di *private equity*, banche, *merchant banks*, intermediari creditizi non bancari, persone fisiche ed investitori istituzionali) e, poi, i diversi stadi della catena di valore (pre-quotazione, quotazione, *grace period* post IPO e fase di quotazione post *grace period*).

# Indice

1	Il problema della quotazione delle PMI	7
2	Le recenti iniziative dedicate alle PMI nell'ordinamento economico-finanziario europeo	10
3	La direttiva MiFID II e gli SME Growth Markets	13
4	Le successive iniziative della Commissione Europea per favorire lo sviluppo degli SME Growth Markets	25
5	Le iniziative italiane per favorire lo sviluppo delle PMI e la loro quotazione	28
6	L'esperienza di Elite e Più Borsa e il ruolo di Cassa Depositi e Prestiti	35
7	L'esigenza di una politica industriale orizzontale per il futuro	37
8	Mercati finanziari e sistema degli incentivi fiscali: uno schema di riferimento	39
9	Conclusioni	47
	<b>Bibliografia</b>	<b>53</b>



## 1 Il problema della quotazione delle PMI

Le piccole e medie imprese (di seguito anche solo "PMI") costituiscono l'ossatura del sistema economico e produttivo italiano. In base ai recenti dati diffusi dalla Commissione europea, le PMI rappresentano il 99,9% del numero totale delle imprese del territorio nazionale, mentre solo lo 0,1% è rappresentato da imprese di grandi dimensioni<sup>1</sup>.

Le ragioni della preponderanza delle PMI nel tessuto economico italiano sono state variamente argomentate in letteratura, sostenendosi, da un lato, che tale fenomeno sia da attribuire all'arresto del processo di modernizzazione del Paese e delle grandi imprese pubbliche e private<sup>2</sup>; dall'altro, allo sviluppo di distretti industriali - soprattutto nel ramo manifatturiero -, che hanno sfruttato le economie di agglomerazione<sup>3</sup>.

L'intima connessione tra PMI e territorio, sebbene comune anche ad altri Paesi europei, ha rappresentato una tipicità del modello di sviluppo economico e produttivo italiano. Tale connessione di tipo «relazionale» ha portato ad un modello in cui le imprese intessono relazioni con altre imprese, con le risorse produttive e con il tessuto sociale. Questa «logica localistica» si è riflessa anche sul piano del finanziamento dell'impresa stessa: quando le risorse della famiglia proprietaria sono diventate insufficienti per alimentare il fabbisogno finanziario generato dalla crescita, esse sono state colmate con il ricorso al credito bancario presso gli istituti di credito locali.

La dimensione ridotta delle imprese e la natura familiare della proprietà hanno spesso reso gli imprenditori restii ad aprire il capitale all'ingresso di nuovi soci finanziatori o a reperire fondi sul mercato di borsa o presso investitori istituzionali<sup>4</sup>.

- 1 Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, 2017 *SBA Fact Sheet, Italy* La definizione di PMI adottata dalla Commissione Europea è quella usata dall'Eurostat per lo *Structural Business Statistics* (SBS) database, basata esclusivamente sul numero degli impiegati: micro imprese (fino a 9 dipendenti), piccole imprese (da 10 a 49 dipendenti), medie imprese (da 50 a 249 dipendenti), grandi imprese (più di 250 dipendenti).
- 2 Cfr. G. Berta, *L'Italia delle fabbriche. La parabola dell'industrialismo nel Novecento*, Bologna, 2013.
- 3 Cfr. G. Becattini, *Dal settore industriale al distretto industriale. Alcune considerazioni sull'unità d'indagine dell'economia industriale*, in *Rivista economica e politica industriale*, 1979, 1, pp. 7-21; S. Brusco, *Economie di scala e livello tecnologico nelle piccole imprese. Crisi e ristrutturazione nell'economia italiana*, Torino, 1975, pp. 530-559; S. Brusco, S. Paba, *Per una storia dei distretti industriali italiani dal secondo dopoguerra agli anni novanta*, in Barca (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*, Roma, 1997; N. Crafts, M. Magnani, *L'età dell'Oro e la seconda globalizzazione*, in Toniolo (a cura di), *L'Italia e l'economia mondiale. Dall'Unità ad oggi*, Venezia, 2013, pp. 118-119.
- 4 La letteratura economica e le analisi empiriche più recenti evidenziano, in particolare, come la scelta della quotazione rifletta, in primo luogo, la risposta agli incentivi delle imprese, individuando tra gli ostacoli alla stessa: i costi del *listing* e l'onerosità della *compliance* agli obblighi informativi e di *governance*, gli oneri di trasparenza (agli occhi di fisco, Autorità di controllo, azionisti di minoranza), la contrarietà dei soci fondatori all'allargamento degli assetti proprietari, l'insufficiente presenza di operatori specializzati nello *scouting* di imprese quotabili, la ridotta liquidità del mercato primario e secondario, a causa dell'insufficiente presenza di investitori istituzionali, e in particolare, di fondi comuni specializzati in investimenti in titoli *small cap* e/o neoquotati. Essa riflette anche la risposta agli incentivi delle banche, che hanno ritenuto di poter trarre vantaggio dallo scarso sviluppo dei mercati: la dipendenza dal credito, infatti, limita il potere negoziale delle imprese, consentendo condizioni contrattuali più favorevoli alle banche in termini di costo; la quotazione in borsa e l'accesso al mercato obbligazionario, invece, comportano un calo del costo del credito anche per imprese di grandi dimensioni, meno soggette a "cattura" da parte delle banche di riferimento, cfr. M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, in *Journal of Finance*, vol. LIII, n. 1, 1998.



In ogni caso, la motivazione della scarsa propensione alla quotazione delle PMI va rintracciata nel tempo non solo nel pericolo della perdita del controllo, nelle carenze culturali degli imprenditori e nella mancanza di consapevolezza dell'esistenza di fonti alternative di finanziamento, nella maggior convenienza del credito bancario, negli aspetti fiscali disincentivanti, nei costi di quotazione e di *compliance*<sup>5</sup>, ma altresì nello scarso sviluppo dei mercati finanziari dedicati a tale segmento di imprese e nell'arretratezza degli stessi rispetto ad altri sistemi europei.

Questa scelta ha però implicato elevati costi in termini di minori tassi di crescita e di redditività e maggiore vulnerabilità finanziaria<sup>6</sup> come dimostra la stagione successiva alla crisi economico-finanziaria del 2007 che ha certamente esasperato in tutta Europa tali costi per effetto dell'adozione da parte del sistema bancario di politiche di restrizione creditizia che hanno colpito in particolare le PMI e ne hanno frenato ulteriormente le potenzialità di crescita<sup>7</sup>.

Anche per questa ragione dal 2008 in poi si è registrato un sensibile calo in tutta Europa del numero delle PMI quotate.

I dati mostrano come in Europa si sono realizzate soltanto la metà delle offerte pubbliche iniziali (IPO) di PMI rispetto a quelle generate prima della crisi

- 5 Si tratta in realtà per lo più di un problema di percezione dei costi più che di costi effettivi discendenti dall'apparato regolamentare che disciplina la quotazione in borsa come hanno dimostrato L. Giordano, M. Modena, *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane (Earnings Management and Financial Constraints for Listed and Not-listed Firms. Is There Any Rationality for Not Going Public?*, Consob, Discussion paper n. 7, 2017, in part v. pag. 53. Sul tema però si vedano anche: Commissione Europea, *Report from the Commission to the Council and European Parliament: Minimizing regulatory burden for SMEs – Adapting EU regulation to the needs of micro-enterprises*, COM(2011), 803 final, 23 novembre 2011; Commissione Europea, *SME's access to Finance*, Survey, 2011; Beck T., Demirguc-Kunt, Martines Peria M.S., *Bank Financing for SMEs around the World – Drivers, Obstacles, Business Models and Lending Practices*, in *World bank Policy Research Working paper*, n. 4785, Novembre 2008; Berger A.N., Schaeck K., *Small and Medium-Sized Enterprises, Bank Relationship Strength and the Use of Venture Capital*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 2011, vol. 43, n. 2-3-, p. 461 e ss.; Geranio M., Lazzari V., *Going Public and Listing Fees Around the World*, in Lazzari V. (ed.), *Trends in European Securities Industry*, Emittenti Titoli, Milano, 2011.
- 6 Cfr. Giordano, Modena, *cit.*, in cui, dal confronto su un periodo di dieci anni (2002-2011) dei bilanci di un campione rappresentativo di medie imprese italiane quotate in borsa con un campione di imprese non quotate simili per settore industriale e per dimensione, emerge che la scarsa propensione alla quotazione delle medie imprese italiane non sembra giustificata dalla prevalenza dei benefici (maggiore discrezionalità nella redazione della rendicontazione contabile e finanziaria) sui costi (minor redditività, minor crescita, più severo razionamento e dipendenza da fonti di finanziamento interne) connessi alla condizione di non quotata, ma sia da ricondurre ad altri fattori, anche culturali, verosimilmente legati alla percezione dei costi complessivi dell'apparato regolamentare che disciplina la quotazione in borsa.
- 7 L'elevato grado di dipendenza dalle banche è un fattore che influenza fortemente le performance delle PMI italiane, sia in termini di redditività, che di *turnover* (ossia della capacità delle aziende di generare giro d'affari rapportata al totale delle attività) e sostenibilità degli oneri finanziari. In base ai dati di bilancio risulta che nel 2009, per effetto del *credit crunch*, il 29% delle PMI operava autofinanziando completamente la propria attività. Dal 2009 al 2016 la percentuale delle PMI italiane (53 mila) che non ricorrevano al capitale bancario per finanziare la propria attività è aumentata sino a raggiungere il 39% del totale (ossia 53 mila imprese). Sempre riferito al 2016 il livello di *turnover* nelle imprese non dipendenti dal sistema bancario risultava più che doppio rispetto a quello delle imprese fortemente dipendenti dalle banche (2,8 volte contro 1,2). Le imprese fortemente dipendenti registrano il calo più netto del rapporto tra oneri finanziari e margini lordi (dal 39,2% al 31,7%), favorito dal miglioramento congiunturale complessivo e dalla politica monetaria espansiva. Tuttavia, le PMI non dipendenti avevano già raggiunto un livello talmente basso da risultare difficile un ulteriore calo, cfr. Rapporto Cerved 2017, pp. 45-46. Sul tema del finanziamento alle PMI si veda ABI, Confindustria, Rete Imprese Italia e Alleanza delle Cooperative Italiane, *Macroeconomic growth and capital treatment of loans to SMEs: introduction of the 'SME Supportin Factor' to the capital requirements calculation*, giugno 2011.



finanziaria (300 in media dal 2005-2007 rispetto alle 172 del 2016). Dal 2005 al 2007 la raccolta media annuale di capitali su servizi multilaterali di negoziazione (MTF) dedicati alle PMI attraverso IPO è stata di 11 miliardi di euro. Questo importo è sceso a 2,8 miliardi di euro di media negli anni che vanno dal 2008 al 2015. La situazione risulta particolarmente critica in alcuni Stati membri dell'Europa centrale e orientale, dove la capitalizzazione di tutte le società quotate può talvolta rappresentare meno del 10% del PIL e dove il MTF dedicato alle PMI può talvolta contare solo una società quotata<sup>8</sup>.

Il problema è particolarmente sentito in l'Italia dove, come detto, il mercato dei capitali ha storicamente avuto un ruolo marginale e alla cui relativa arretratezza taluni attribuiscono la particolare struttura dimensionale delle imprese italiane.

L'Italia è infatti uno dei paesi più avanzati in cui la borsa è meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale. Un primo dato che consente di cogliere chiaramente il differenziale di sviluppo del mercato dei capitali è dato dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL. Con riferimento al 2017, questo rapporto ha assunto un valore pari al 128% nel Regno Unito, al 100% in Francia, al 58% in Germania e al 37% in Italia<sup>9</sup>.

La ristrettezza del mercato finanziario italiano è infatti dovuta non solo all'esiguo numero di imprese quotate nella borsa italiana ma anche alla minore dimensione delle imprese quotate.

D'altra parte se si esaminano i dati relativi all'indebitamento delle imprese industriali e alle istituzioni che erogano finanziamenti, si può constatare come il tessuto produttivo italiano si caratterizzi, come già accennato, per una maggior dipendenza dal credito bancario e per la speculare carenza di fonti alternative di finanziamento e ciò probabilmente anche a seguito di un certo atteggiamento 'protezionistico' della propria posizione sul mercato tenuto dalle banche nel corso degli anni.

Questo fatto rappresenta un grave *handicap* per il nostro Paese se solo si considera - come ha ricordato anche recentemente la Commissione Europea<sup>10</sup> - che le piccole e medie imprese neo-quotate sono un motore fondamentale per i nuovi investimenti e per la creazione di posti di lavoro<sup>11</sup>. I dati dimostrano che in Italia le società neo-quotate superano le analoghe società non quotate sia in termini di tassi di crescita dell'attivo annuale, che di aumento della forza lavoro, di fatturato di investimenti e di rafforzamento patrimoniale<sup>12</sup>.

8 Sempre Commissione Europea, Consultation Document, cit., p. 2. Sul tema si veda anche Mussari G., *The limited weight of the Italian equity markets: towards an action plan*, in *Bancaria*, 2011, n. 2.

9 Elaborazioni su indici Thomson Reuters Datastream e dati Eurostat per l'Area Euro e Borsa italiana per l'Italia.

10 Commissione Europea, Consultation Document - *Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2017, p. 2.

11 Cfr. Ayyagari M., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., *Small vs. Young Firms across the World contribution to Employment, Job Creation and Growth*, World Bank, 2011, Policy Research Working Paper, 5621.

12 Sul punto, per tutti, L. Giordano, M. Modena, *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane*, Consob, Discussion paper n. 7, settembre 2017.

Al tempo stesso la letteratura economica attribuisce al mercato dei capitali un ruolo centrale nella crescita economica e nella innovazione tecnologica ed evidenzia come un sistema finanziario sviluppato e solido costituisca una infrastruttura basilare per la crescita economica in quanto fornisce capitale di rischio alle imprese, consente di diversificare il rischio e ripartirlo tra un numero maggiore di soggetti, fornisce agli imprenditori incentivi a intraprendere e facilita la correzione degli errori nella gestione delle imprese attraverso la disciplina dei *take over*<sup>13</sup>.

I vantaggi della quotazione sono anche altri ed includono: una ridotta dipendenza dal finanziamento bancario, un più alto grado di diversificazione degli investitori, un più facile accesso al capitale azionario aggiuntivo e finanziamento del debito (attraverso offerte secondarie) e un più alto profilo pubblico e riconoscimento del marchio<sup>14</sup>.

La quotazione su un mercato ufficiale, infine, rappresenta un segnale della qualità dell'emittente mitigando al tempo stesso il rischio di selezione avversa dovuta alla asimmetria informativa tra società e investitore e consente anche ai fondi di *venture capital* e di *private equity* che hanno assistito le imprese nella loro fase iniziale di crescita di potere uscire dalla società in modo semplice<sup>15</sup>.

## 2 Le recenti iniziative dedicate alle PMI nell'ordinamento economico-finanziario europeo

La crisi finanziaria degli ultimi anni ha condotto l'Unione Europea nella fase di recessione più lunga di tutta la sua storia ed ha conseguentemente riportato all'attenzione dei politici e degli economisti europei il ruolo strategico delle piccole e medie imprese (soprattutto quelle manifatturiere) come propulsore della crescita e della capacità di innovazione tecnologica e sociale<sup>16</sup>. Per agevolare lo sviluppo delle piccole e medie imprese si è giunti a mettere in discussione la tradizionale diffidenza

13 Per tutti si vedano sul punto: L. Giordano e C. Guagliano, *The Impact of Financial Architecture on Technical Innovation*, in *Applied Economics and Finance Journal*, Vol. 3, No. 3, agosto 2016 ; ea., *Financial architecture and the source of growth. International evidence on technological change*, Consob, Working Paper n. 78, luglio 2014; R.G. Rajan, L. Zingales, *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, gennaio 2003 , CRSP Working Paper No. 546 (available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=389100> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.389100>). I. Welch, *Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings*, in *The Journal of Finance*, vol. 44, n. 2, giugno 1989, pp. 421-449; M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, pp. 305-360; M. Pagano, A. Röell, *The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public*, in *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, 1998, n. 1, pp. 187-225; P. Bolton, E. L. von Thadden, *Blocks, Liquidity, and Corporate Control*, in *The Journal of Finance*, 1998, vol.53 (1), febbraio 1998, pp. 1-25.

14 Banca Europea per gli Investimenti, Borsa Italiana, Fondo Italiano d'Investimento, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Sace, *Nuovi strumenti integrati per la capitalizzazione delle PMI italiane*, Milano, 24 ottobre 2011.

15 Sul complesso problema dell'informazione al mercato si veda per tutti: A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, in part. p. 2 e ss.

16 Per un'analisi dei problemi relativi alla mancata quotazione di PMI sui mercati finanziari si vedano: D. Weild, E. Kim, L. Newport, *Making Stock Markets Work to Support Economic Growth: Implications for Governments, Regulators, Stock Exchanges, Corporate Issuers and their Investors*, OECD Corporate Governance Working Papers, 2013, No. 10, OECD Publishing, Paris (disponibile all'indirizzo: <http://dx.doi.org/10.1787/5k43m4p6ccs3-en>) e Caccavaio M., Car-massi J., Di Giorgio G., Spallone M., *SMEs and the challenge to go public*, in *Riv. Bancaria*, 2012, n. 2-3, p. 31 e ss..

verso ogni forma di intervento pubblico nelle traiettorie di sviluppo industriale poiché si è capito che tra dirigismo e liberismo vi sono molte strategie di politica industriale intermedie perseguibili<sup>17</sup>.

La politica industriale quale serie di interventi volti ad orientare il processo di trasformazione strutturale dell'economia, dopo una lunga fase di rifiuto culturale, è in questo modo ritornata prepotentemente al centro del dibattito europeo sulla crescita, tant'è che da più parti si parla di un nuovo "rinascimento industriale" quale obiettivo comunitario<sup>18</sup>.

Lo stimolo alla crescita e alla competitività per sostenere e rafforzare la ripresa è diventata la priorità essenziale per la Commissione Europea e per gli Stati Membri dell'UE<sup>19</sup> nella consapevolezza che la mera integrazione attraverso l'eliminazione delle barriere (ossia tramite il completamento del Mercato Unico) è condizione certamente opportuna e necessaria ma non sufficiente<sup>20</sup>.

La possibilità di sviluppare una politica industriale europea ha trovato una valida sponda in una lettura moderna dell'articolo 173 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) secondo cui "l'Unione e gli Stati membri provvedono affinché siano assicurate le condizioni necessarie alla competitività dell'industria nell'Unione (...) la loro azione è intesa ad accelerare l'adattamenti dell'industria alle trasformazioni strutturali (...) favorire un migliore sfruttamento del potenziale industriale delle politiche d'innovazione, di ricerca e sviluppo tecnologico" finalizzato, tra l'altro, allo sviluppo delle piccole e medie imprese europee.

Proprio muovendo da questa norma la Commissione Europea, a partire dal 2010, si è impegnata in modo sempre più energico al fine di disegnare una politica industriale mediante una serie ininterrotta di comunicazioni, indicando l'obiettivo di riportare il peso dell'industria sul PIL al 20%, definendo una nuova *road map* per le politiche europee e, soprattutto, ponendo con forza il tema della necessità di investire

17 K. Warwick, *Beyond Industrial Policy. Merging issues and new trends*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 2, OECD Publishing, 2013; M. Mazzucato, M. Cimoli, G. Dosi, J.E. Stiglitz, M.A. Landesmann, M. Pianta, R. Waltz, T. Page, *Which industrial policy does Europe need?*, in *Intereconomics*, 50, 2015, p. 120 e ss.; M.A. Dutz, Y. Kuznetsov, E. Lasagabaster, D. Pilat eds., *Making Innovation Policy. Work Learning from Experimentation*, OECD-World Bank 2014; P. Aghion, E. Boulanger, S. Cohen, *Rethinking industrial policy*, Bruegel Policy Brief, June 2011; D. Rodrik, *Industrial policy for the Twenty-First century*, in D. Rodrik, *One economics, many recipes. Globalization, institutions and economic growth*, Princeton, 2007, p. 101 e ss.; F. Onida, *Politica industriale parliamone ancora!*, in *Il Mulino*, 3, 2013; G. Viesti, *La riscoperta della politica industriale: per tornare a crescere*, in *Economia italiana*, 3, 2013.

18 A. Bianchi, G. Mele, *Una possibile visione per la politica industriale italiana*, in *Una nuova politica industriale in Italia. Investimenti, innovazione, trasferimento tecnologico* (a cura di Onida e Viesti), Firenze, 2016, p. 87. Nel linguaggio dell'OCSE "industrial policy is any type of intervention or government policy that attempts to improve the business environment or to alter the structure of economic activity towards sectors, technologies or tasks that are expected to offer better prospects for economic growth or societal welfare than would occur in the absence of such intervention" (così K. Warwick, *Beyond Industrial Policy. Merging issues and new trends*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 2, OECD Publishing, 2013, p. 16 e 47).

19 Cfr. Comunicazione della Commissione europea *Per una rinascita industriale europea*, 22 gennaio 2014.

20 F. Onida, G. Viesti, *La politica industriale in Italia. Introduzione*, in *Una nuova politica industriale in Italia. Investimenti, innovazione, trasferimento tecnologico* (a cura di Onida e Viesti), Firenze, 2016, p.7.

il processo di de-industrializzazione che aveva caratterizzato l'Europa negli ultimi anni<sup>21</sup>.

In questi ultimi anni la Commissione Europea ha altresì pubblicato due importanti Libri verdi:

- a) il Libro Verde su *Il finanziamento a lungo termine dell'economia Europea*<sup>22</sup> con cui la Commissione ha illustrato il suo punto di vista circa la necessità di stimolare i governi e le imprese a sostenere gli investimenti a lungo termine incanalando i risparmi della pubblica amministrazione, delle imprese e delle famiglie in maniera efficace ed efficiente verso le imprese attraverso mercati finanziari aperti e competitivi e
- b) il Libro Verde *Costruire un'Unione dei mercati di capitali* (c.d. *Capital Markets Union - CMsU*)<sup>23</sup> volto a far ripartire la crescita in Europa tramite il rilancio degli investimenti nelle imprese e nelle infrastrutture europee e cui è seguito uno specifico *action plan*<sup>24</sup>.

In particolare il progetto CMsU si articola fondamentalmente lungo due direttrici: a) promuovere l'integrazione dei mercati finanziari dei Paesi Membri, al fine di favorire la concorrenza e la libera circolazione dei capitali; b) incentivare lo sviluppo di meccanismi *market-based* per il finanziamento dell'economia. L'obiettivo ultimo è quello di rivitalizzare la spesa per investimenti, la cui stagnazione spiega la bassa crescita in molti paesi dell'Unione. Il progetto CMsU poggia sulla futura implementazione di numerosi e articolati processi di riforma della disciplina comunitaria e sull'avvio di tavoli di confronto con gli operatori del mercato finanziario per stimolare iniziative autonome da parte del settore privato.

Nell'ambito del progetto della CMsU sono state introdotte nuove regole per aumentare gli investimenti dei fondi di *venture capital* dell'Unione Europea nelle *start-up* e nelle medie imprese (EuVECA). La Commissione Europea ha anche lanciato (insieme al Fondo europeo per gli investimenti) un programma paneuropeo di fondi di investimento in capitale di rischio per incrementare gli investimenti in imprese innovative *start-up* e *scale-up* in tutta Europa (VentureEU). Sono state introdotte nuove regole relative ai prospetti al fine di favorire le società a medio e piccola capitalizzazione che raccolgono fondi sui mercati sia azionario che obbligazionario: l'*EU Growth Prospectus*<sup>25</sup>.

21 Cfr. Comunicazione Europa 2020 – Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile ed inclusiva [COM(2010) final del 3.3.2010]; Comunicazione Una politica industriale integrata per l'era della globalizzazione [COM(2010) final del 28 ottobre 2010]; Comunicazione Un'industria europea più forte per la crescita e la ripresa economica [COM(2012) 582 final del 10.10.2012]; Comunicazione Per una rinascita industriale europea [COM(2014) 14 final del 22.1.2014] cit.; Comunicazione Una prospettiva per il mercato interno dei prodotti industriali [COM(2014)25 final del 22.1.2014].

22 COM(2013) 150 final del 25.3.2013

23 COM(2015) 63 final del 18.2.2015.

24 European Commission, Action Plan on Building a Capital Markets Union, 30.9.2015.

25 Regolamento (EU) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 sul Prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market.

La Commissione europea ha inoltre proposto l'adozione di una *label* europea per le piattaforme di *crowdfunding* basate sui investimenti o su prestiti ("*European Crowdfunding Service Provider for Business*").

Sono state sviluppate anche numerose nuove politiche di rafforzamento dei sistemi produttivi e delle PMI, tra le quali: il Programma Quadro dell'Unione Europea per la ricerca e l'innovazione - Horizon 2020 del 2014<sup>26</sup>, la Politica Regionale per la crescita economica del 2014, il Piano degli Investimenti per l'Europa del 2014 (c.d. Piano Juncker), Il Programma per la Competitività delle imprese e le Piccole e Medie Imprese per il periodo 2014-2020 (c.d. Piano COSME)<sup>27</sup>.

### 3 La Direttiva MiFID II e gli *SME Growth Markets*

Con la riconosciuta legittimazione delle politiche industriali cui si è fatto cenno, sino ad oggi la Commissione Europea si è mossa con una serie di iniziative normative in materia di incentivi alla quotazione per le piccole e medie imprese

Da questo punto di vista l'atto normativo più importante è certamente rappresentato dalla Direttiva 2014/65/EU (c.d. MiFID II) che, quantomeno nelle intenzioni, avrebbe dovuto facilitare l'accesso al capitale da parte delle piccole e medie imprese e agevolare l'ulteriore sviluppo di mercati finalizzati a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti<sup>28</sup>, intendendosi per "piccole e medie imprese" le imprese che hanno una capitalizzazione di borsa media di 200.000.000 euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili<sup>29</sup>.

Questa finalità è stata perseguita essenzialmente tramite la creazione all'interno della categoria dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), di una nuova sottocategoria di mercati di crescita per le PMI, gli *SME Growth Markets*<sup>30</sup>. Dotati di una propria disciplina comune all'interno dell'Unione europea in grado di incentivare la concorrenza tra i diversi MTF europei e di garantire una medesima tutela agli investitori, gli *SME Growth Markets* avrebbero dovuto acquisire una particolare visibilità e, conseguentemente, allargare anche il numero degli investitori in PMI.

La medesima finalità avrebbe dovuto essere perseguita - sempre nelle intenzioni della MiFID II - anche attraverso la riduzione degli oneri amministrativi

26 Consultabile all'indirizzo internet:

[https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/sites/horizon2020/files/H2020\\_IT\\_KI0213413ITN.pdf](https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/sites/horizon2020/files/H2020_IT_KI0213413ITN.pdf).

27 Cfr. Regolamento (UE) n. 1287/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 dicembre 2013.

28 In questi termini si esprime il Considerando n. 132 della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II).

29 At. 4, comma 1, n. 13, MiFID II.

30 Ai sensi dell'art. 4, comma 1, n. 12) della MiFID viene definito come mercato di crescita per le PMI "un sistema multilaterale di negoziazione registrato come un mercato di crescita per le PMI in conformità all'art. 33". Sul tema, per tutti, v. R. Veil e C. Di Noia, *SME Growth Markets*, in *Regulation of the EU Financial Markets* (a cura di D. Busch e G. Ferrarini), Oxford, 2017; F. Annunziata, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità*, in *Riv. Soc.*, 2018, n. 4; M. Sepe, *La MiFID e i mercati*, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati* (a cura di V. Troiano e R. Motroni), p. 277 e ss..

gravanti sugli emittenti PMI seppur mantenendo elevato il livello di protezione degli investitori<sup>31</sup>.

In realtà però la realizzazione di tale ultimo obiettivo è stata affermata solo in via di principio in quanto la individuazione del corretto equilibrio tra la riduzione degli oneri amministrativi ed il mantenimento di un adeguato livello di protezione per gli investitori è stata per lo più consegnata ad una futura regolamentazione e ad una (improbabile) autoregolamentazione dei gestori dei mercati sottoposta al vaglio (discrezionale) delle singole Autorità nazionali competenti. I gestori dei mercati, infatti, pur desiderosi di semplificare le regole applicabili alle PMI si sono trovati (e si trovano tuttora) nell'impossibilità di procedere ad una seria semplificazione della propria disciplina di mercato in ragione della normativa primaria che impone comunque loro di garantire "un elevato grado di informativa degli investitori"<sup>32</sup>.

L'unica vera, chiara regola dettata in materia di semplificazione dal Regolamento Delegato 2017/565 che ha integrato le disposizioni della MiFID II è il (solo) divieto per gli SME Growth Markets di "prevedere norme che impongono agli emittenti oneri maggiori rispetto a quelli loro applicabili nei mercati regolamentati"<sup>33</sup>.

Tale impostazione che richiede di garantire agli investitori un "elevato grado di informativa" si comprende se solo si pone mente al fatto che le PMI – quali imprese che sono per loro natura più rischiose e spesso dotate di una storia (anche contabile) piuttosto breve – sono le imprese la cui "qualità" dei dati contabili risulta particolarmente importante per qualsiasi investitore e che, pertanto, necessitano più delle altre imprese di fornire una adeguata informativa agli investitori sia in sede di IPO, sia per quanto concerne l'informativa periodica tramite la puntuale e rigorosa applicazione della gran parte delle norme della Direttiva Prospetto<sup>34</sup>, della Direttiva Transparency, della Direttiva e del Regolamento sugli Abusi di Mercato<sup>35</sup> e del Regolamento sui depositari centrali (CSDR)<sup>36</sup>.

31 Il Considerando n. 133 della Direttiva MiFID II recita a tale proposito: "Occorre che i requisiti applicabili a tale nuova categoria di mercati prevedano sufficiente flessibilità per poter tener conto della gamma di modelli di mercato attualmente esistenti in Europa che hanno avuto particolare successo. Essi devono inoltre raggiungere il corretto equilibrio tra il mantenimento di livelli elevati di protezione degli investitori, essenziali per promuovere la fiducia di questi ultimi negli emittenti attivi su tali mercati, e la riduzione degli oneri amministrativi non necessari per gli emittenti sugli stessi mercati. Si propone che ulteriori dettagli sui requisiti dei mercati di crescita delle PMI, come quelli relativi ai criteri di ammissione alle negoziazioni in tale mercato, siano oggetto di atti delegati o di norme tecniche". Sul tema generale si veda: Ferrarini G., *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in AGE, 2013, 1, p. 203 e ss.

32 Cfr. Considerando n. 132 Direttiva MiFID II secondo cui "è opportuno prestare attenzione alle modalità con cui la regolamentazione futura dovrà favorire e promuovere ulteriormente l'utilizzo di tale mercato in modo da renderlo attraente agli occhi degli investitori, ridurre gli oneri amministrativi e fornire ulteriori incentivi per l'accesso da parte delle PMI ai mercati dei capitali attraverso i mercati di crescita per le PMI".

33 Considerando n. 112 Regolamento Delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016.

34 L'art. 15 del Regolamento sul Prospetto [Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato] prevede per le PMI un "Prospetto UE della crescita" semplificato.

35 Il Regolamento MAR contiene solo due semplificazioni normative per gli emittenti quotati sui mercati di crescita per le PMI. Il primo consente alle sedi di negoziazione che operano su un mercato di crescita per le PMI di pubblicare informazioni privilegiate sul sito web della sede di negoziazione (anziché sul sito web dell'emittente). Il secondo consente agli emittenti quotati sui mercati di crescita per le PMI di produrre elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate solo su richiesta di un'autorità nazionale competente. Tuttavia, l'effetto di questa semplifi-

Il fatto che il legislatore europeo abbia delegato ai singoli MTF la decisione di semplificare la normativa applicabile potrebbe avere un effetto negativo: quello di rendere all'interno dell'Unione Europea il regime normativo dei singoli mercati sempre più frammentato (ad esempio in materia di requisiti di ammissione alle negoziazioni, di principi contabili da adottare, ecc.)<sup>37</sup>, creando maggiori incertezze e nuovi costi<sup>38</sup>, minando così proprio l'obiettivo di creare con gli SME GM una disciplina comune all'interno dell'Unione europea capace di incentivare la concorrenza.

Secondo una parte della dottrina da questo punto di vista la MiFID II potrebbe rappresentare una un'opportunità mancata<sup>39</sup>.

Così operando, infatti, la Direttiva MiFID II ha lasciato in larga parte inalterato lo *status quo* in quanto: a) da un lato si è limitata a conferire ai nuovi SME Growth Markets dedicati alle PMI semplicemente una specifica *quality label*, mantenendo peraltro invariata la tradizionale natura e disciplina dei mercati dedicati alle PMI quali *multilateral trading facilities* (MTF)<sup>40</sup>, b) dall'altro non ha realizzato alcuna significativa riduzione degli oneri amministrativi che gravano sulle PMI ritenendo invece più importante privilegiare un elevato livello di protezione e di informativa degli investitori, essenziali per promuovere la fiducia di questi ultimi nei confronti degli emittenti attivi su tali mercati<sup>41</sup>.

Evidenze del mancato raggiungimento dell'obiettivo di riduzione degli oneri amministrativi gravanti sulle PMI sono evidenziati qui di seguito tramite una puntuale analisi della complessa disciplina oggi applicabile agli *SME Growth Markets* ed agli emittenti che accedono a tali mercati.

Per quanto riguarda la **disciplina applicabile ai mercati dedicati alle PMI** occorre innanzitutto ricordare che essi - originariamente nati come mercati locali -

cazione è limitato, dato che le imprese sono comunque tenute a raccogliere e memorizzare tutte le informazioni pertinenti per poter produrre su richiesta elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate.

36 Il Regolamento sui depositari centrali di titoli [Regolamento (UE) n. 909/2014 (*Central Securities Depositories Regulation*, CSDR) impone una procedura di acquisto forzoso (*buy-in*) obbligatoria per tutti gli strumenti finanziari non consegnati entro un determinato periodo dalla data di regolamento prevista (ossia due giorni dopo la negoziazione, la cosiddetta regola "N+2"). Al tempo stesso, il CSDR contiene norme adattate alle peculiarità dei mercati di crescita per le PMI. La procedura di acquisto forzoso è attivata dopo un periodo della durata massima di 15 giorni per le operazioni sui mercati di crescita per le PMI, mentre tale durata massima è di quattro giorni per i titoli liquidi e di sette giorni per gli altri titoli di carattere illiquido. Tali norme specifiche per gli strumenti finanziari negoziati sui mercati di crescita per le PMI sono state introdotte al fine di "tenere conto della liquidità di tali mercati e consentire, in particolare, l'attività di supporto agli scambi in questi mercati meno liquidi".

37 Sui differenti approcci adottati nei diversi Stati membri europei in relazione agli MTF si veda R. Veil e C. Di Noia, *SME Growth Markets*, cit.

38 In questi termini N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, III ed., Oxford, 2014, p. 176. Sul punto si veda anche Enriques L., *What should qualify as a "SME Growth Market"?*, in OBLB, gennaio 2018.

39 A. Perrone, *Small Medium Enterprises Growth Markets*, in *Capital Markets Union in Europe* (a cura di D. Busch, E. Avgouleas e G. Ferrarini), Oxford, 2018, p. 253 e ss. Si tenga conto che proprio nell'*Impact Assessment* della Commissione Europea dell'ottobre 2011 (p.11) era stato evidenziato come per gli MTS dedicati alle PMI uno dei problemi principali da affrontare consisteva proprio nel fatto che "different requirements apply and uncertainty in this regard may put off investors".

40 Sul tema, per tutti, si vedano A. Perrone, *op.loc.cit.*, nonché R. Veil e C. Di Noia, cit.

41 Considerando 133 della Direttiva MiFID.



hanno assunto nella maggior parte dei casi la struttura di MTF<sup>42</sup> già in virtù delle disposizioni contenute nella Direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID I)<sup>43</sup>. Tale Direttiva, pur mantenendo la formale distinzione tra mercato regolamentato e MTF, ha avvicinato molto tra loro le due discipline estendendo buona parte della normativa dedicata ai mercati regolamentati anche agli MTF con l'intento di realizzare un *level playing field* tra le stesse in questo modo; avvicinamento che si è ulteriormente perfezionato con la Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II)<sup>44</sup>.

Oggi i gestori di un sistema multilaterale di negoziazione già dedicato alle PMI possono (ma non devono) richiedere all'autorità competente del proprio Stato di origine la registrazione del sistema come uno SME Growth Market. La richiesta presuppone il rispetto da parte del gestore di talune condizioni ex art. 33 della MiFID:

- a) che almeno il 50 % degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione sono PMI nel momento in cui il sistema multilaterale di negoziazione è registrato come mercato di crescita per le PMI e successivamente ogni anno civile;
- b) che vengano stabiliti criteri appropriati per l'ammissione iniziale e continuativa alla negoziazione di strumenti finanziari degli emittenti sul mercato;
- c) che al momento dell'ammissione iniziale alla negoziazione di strumenti finanziari sul mercato sono state pubblicate informazioni sufficienti per permettere agli investitori di decidere con cognizione di causa se investire negli strumenti finanziari; tali informazioni possono consistere in un documento di ammissione appropriato o in un prospetto se i requisiti di cui alla direttiva 2003/71/CE sono applicabili con riguardo a un'offerta pubblica presentata insieme all'ammissione iniziale alla negoziazione dello strumento finanziario sul sistema multilaterale di negoziazione;
- d) che sul mercato esista un'adeguata informativa finanziaria periodica di un emittente o per conto dello stesso, ad esempio relazioni annuali sottoposte a revisione;

42 Come noto, per "sistema multilaterale di negoziazione", ai sensi dell'art. 4, par. 1, n. 15), della MiFID I, si intende un «sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti [...]».

43 Sul punto si veda AA.VV., *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, Consob, Position Papers, n. 5, giugno 2014, p. 7.

44 Molteplici sono le disposizioni che trovano applicazione, in maniera speculare, tanto ai mercati regolamentati quanto agli MTF. Si vedano, ad esempio, gli artt. 16, 18 e 19 della MiFID II ma, ancora più in generale, ci si riferisce qui anche: (i) al regime di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione; (ii) alla necessaria presenza di regole di funzionamento chiare e trasparenti per consentire una negoziazione corretta ed ordinata; (iii) alle regole trasparenti e basate su criteri oggettivi, che disciplinano l'ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni e l'accesso degli operatori ai mercati; (iv) all'attività di controllo delle operazioni concluse nei sistemi per identificare le condizioni di negoziazione anomale ed i comportamenti integranti abusi di mercato; (v) alla necessaria predisposizione di dispositivi/procedure efficaci per controllare regolarmente il rispetto delle regole da parte degli utenti. (Sul punto, più ampiamente, si veda, AA.VV., *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, cit., pp. 7-8. Ancora oggi, peraltro, tra le due trading venues esistono alcune importanti differenze. Per gli emittenti che vogliono trattare i propri titoli su un MTF non è richiesta in linea generale (e salvo eccezioni) la pubblicazione di un prospetto informativo in fase di ammissione, ma di un documento di ammissione non soggetto all'approvazione della Consob o del gestore del mercato. Nei confronti degli emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni su un MTF non sono applicabili le disposizioni nazionali in materia di corporate governance, né le disposizioni di cui alla Direttiva Transparency e le relative norme nazionali di recepimento, recanti, tra l'altro, la disciplina degli assetti proprietari e delle relazioni finanziarie periodiche, né le disposizioni di cui alla Dir. 2004/25/CE (Direttiva OPA).

- e) che gli emittenti sul mercato ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1, punto 21, del regolamento (UE) n. 596/2014 e le persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno dell'emittente ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1, punto 25, del regolamento (UE) n. 596/2014 nonché le persone legate strettamente ad esse ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1, punto 26, del regolamento n. 596/2014 rispettano i requisiti pertinenti loro applicabili nell'ambito del regolamento (UE) n. 596/2014;
- f) che le informazioni sulla regolamentazione riguardanti gli emittenti sul mercato sono conservate e divulgate pubblicamente;
- g) che esistano sistemi e controlli efficaci intesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato su tale mercato secondo quanto prescritto dal regolamento (UE) n. 596/2014<sup>45</sup>.
- h) Infine occorre tener conto del fatto che la disciplina degli SME Growth Market può essere resa ancora più complessa dai singoli gestori di MTF che hanno la facoltà di introdurre ulteriori adempimenti a carico delle PMI<sup>46</sup>.

La puntuale disamina delle lettere b), c), e) e g) del paragrafo 3 dell'art. 33, della MiFID II evidenzia come l'obiettivo della Direttiva di ridurre gli oneri amministrativi per le PMI sia stato sacrificato a vantaggio dell'applicazione di norme rigorose in materia di informazioni continua, informazioni privilegiate e manipolazione del mercato al fine di garantire la fiducia degli investitori.

Innanzitutto la lettera b) del paragrafo 3 dell'art. 33 della MiFID II dispone che un MTF per essere registrato come mercato di crescita debba stabilire "criteri appropriati per l'ammissione iniziale e continuativa alle negoziazioni". Su tali criteri né la MiFID II né la

45 Tali requisiti sono stato meglio specificati nel regolamento Delegato (UE) 2017/565. In particolare l'art. 78, par. 2, del Reg. Delegato (UE) 2017/565 specifica che l'Autorità competente potrà procedere alla registrazione dell'MTF come mercato di crescita per le PMI solo se lo stesso MTF: (i) abbia stabilito e applichi regole che prevedono criteri obiettivi e trasparenti per l'ammissione iniziale e continuativa alla negoziazione; (ii) possieda un modello operativo appropriato per l'adempimento delle sue funzioni e assicuri il mantenimento di negoziazioni corrette e ordinate; (iii) abbia stabilito e applichi regole in base alle quali l'emittente che chiede l'ammissione dei suoi strumenti finanziari alla negoziazione nell'MTF pubblica un appropriato documento di ammissione - nei casi nei quali non si applica la Direttiva Prospetto -, redatto sotto la sua responsabilità, nel quale è dichiarato chiaramente se è stato o meno approvato o riesaminato e da quale soggetto; (iv) abbia stabilito e applichi regole che definiscono il contenuto minimo del documento di ammissione, in modo tale da fornire agli investitori informazioni sufficienti a consentire loro di effettuare una valutazione informata della posizione e delle prospettive finanziarie dell'emittente, nonché dei diritti connessi ai titoli; (v) richieda all'emittente di dichiarare, nel documento di ammissione, se ritiene il suo capitale circolante sufficiente per le sue attuali esigenze o, in caso negativo, come propone di provvedere al capitale circolante aggiuntivo necessario; (vi) abbia predisposto che il documento di ammissione sia sottoposto a un adeguato riesame riguardo a completezza, coerenza e comprensibilità; (vii) imponga agli emittenti i cui titoli sono negoziati nella sua sede di pubblicare relazioni finanziarie annuali entro 6 mesi dal termine di ciascun esercizio e relazioni finanziarie semestrali entro 4 mesi dal termine dei primi 6 mesi di ciascun esercizio; (viii) assicuri la diffusione al pubblico dei prospetti redatti conformemente alla Direttiva Prospetto, dei documenti di ammissione, delle relazioni finanziarie e delle informazioni privilegiate di cui gli emittenti i cui titoli sono negoziati nella sua sede, pubblicandoli sul suo sito internet; (ix) assicuri che le informazioni regolamentari di cui sopra e i collegamenti diretti rimangano disponibili sul suo sito internet per un periodo minimo di cinque anni. Si ricorda qui che il Regolamento Delegato 2017/565 è stato adottato dopo che la Commissione Europea, nell'aprile del 2014, aveva incaricato l'ESMA di predisporre un parere tecnico per coadiuvarla nella scrittura degli atti delegati previsti dalla MiFID II (cfr., [http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/140423-esma-request\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/140423-esma-request_en.pdf)). L'ESMA, in seguito a consultazione dei vari gruppi di lavoro e comitati interessati, compreso il gruppo degli stakeholders (ESMA, Consultation Paper, MiFID II/MiFIR, 22 maggio 2014, ESMA/2014/549), nel dicembre dello stesso anno, aveva pubblicato un rapporto contenente il richiesto parere tecnico sul pacchetto MiFID II/MiFIR (ESMA, *Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 dicembre 2014, ESMA/2014/1569, di seguito "Technical Advice").

46 Art. 33, par. 4, MiFID II.

normativa di attuazione hanno fissato regole particolari lasciando le diverse sedi di negoziazione libere di scegliere i criteri maggiormente appropriati a tale fine e le Autorità nazionali competenti libere di vagliare tali scelte<sup>47</sup>.

Per questa ragione, come detto, il Reg. Delegato (UE) 2017/565 di attuazione della MiFID II ha evitato di imporre criteri dettagliati di idoneità dei modelli operativi, limitandosi piuttosto a ribadire che il mercato di crescita non deve prevedere norme che impongono agli emittenti oneri maggiori rispetto a quelli loro applicabili nei mercati regolamentati<sup>48</sup>.

A sua volta la lett. c) del paragrafo, dell'art. 33 della MiFID II richiede che al momento dell'ammissione iniziale alla negoziazione degli strumenti finanziari sul mercato siano state pubblicate da parte dell'emittente "informazioni sufficienti per permettere agli investitori di decidere con cognizione di causa" sull'investimento. Informazioni che possono consistere tanto in un documento di ammissione quanto in un vero e proprio prospetto laddove imposto dalla normativa sul prospetto. Anche in questo caso la Direttiva (e le norme di attuazione) hanno, da un lato lasciato carta bianca ai gestori dei diversi MTF nel fissare liberamente le regole di ammissione e, dall'altro, ribadito il principio secondo cui occorre garantire che agli investitori giungano informazioni *sufficienti* per poter decidere in modo *consapevole* circa i propri investimenti. Il risultato è stato quello di non aver creato nessuna vera agevolazione per le PMI emittenti che decidono di quotarsi su uno SME growth market.

Come noto, la *disclosure* delle informazioni in fase di ammissione alle negoziazioni connesse alle offerte pubbliche ricade, in generale, sotto la disciplina della Direttiva 2003/71/CE (Direttiva Prospetto). In base alle norme di tale Direttiva le offerte pubbliche di strumenti finanziari emessi dalle PMI ricadono spesso nelle ipotesi di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto (e da altri obblighi di *compliance*) in quanto di ammontare inferiore a 5 milioni di euro o perché rivolte ad un numero di soggetti inferiore a 150 o perché indirizzate

47 Perrone, *op.ult.cit.*, p. 258. L'approccio seguito, da questo punto di vista, è quello indicato dall'ESMA nel proprio Technical Advice del 2014 (ESMA, *Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 dicembre 2014, ESMA/2014/1569) e consiste nel prendere atto del fatto che le sedi di negoziazione dedicate alle PMI utilizzano diversi criteri per stabilire se un emittente possa essere ammesso alla negoziazione su un MTF (guardando, ad esempio, alla composizione del *management* e del *board*, ai sistemi e i controlli che garantiscono la *compliance* con le regole degli MTF, all'adeguatezza del capitale circolante, all'utilizzo dei *financial reporting standards*, ecc.) (ESMA, Technical Advice, pp. 352-353). Gli stessi modelli operativi adottati per valutare il rispetto di tali criteri varia da sede di negoziazione a sede di negoziazione in relazione al soggetto che conduce la valutazione: in alcuni mercati tale compito viene attribuito all'operatore di mercato *in house*, in altri, all'*advisor* finanziario terzo nominato dall'emittente (ESMA, Technical Advice, p. 353 secondo cui: «For example, the investment firm or market operator operating an SME-GM could make its own assessment of whether an issuer is able to demonstrate that it meets the relevant admission criteria. Alternatively, in line with existing practices on a number of growth company markets, the rules of an SME-GM could require this assessment to be made by a third party corporate finance adviser which the issuer appoints, where the SME-GM operates an appropriate oversight regime for such advisers. In the Consultation Paper, ESMA proposed that MiFID should remain neutral as to the operating model of an SME-GM, provided an NCA assesses it to be an effective way of applying the admission to trading requirements. It was noted that any attempt to prescribe one or more acceptable operating models would reduce flexibility for SME-GMs to adopt the model best suited to issuers and investors in its particular jurisdiction. Furthermore, in the case that the SME-GM adopts the adviser model, ESMA suggested that the nature of the oversight regime for the advisers should be left to the discretion of the venue. Respondents to the Consultation Paper broadly agreed that SME-GMs should retain flexibility to develop operating models that take account of the characteristics of local markets, under the supervision of their NCAs to ensure appropriate emphasis is placed on the investor protection objectives of the regime. The SMSG also agreed with this approach»).

48 Cons. (112), Reg. Delegato (UE) 2017/565.

ad investitori qualificati (o per altri ulteriori specifiche ipotesi di esenzione<sup>49</sup>). A sua volta il Regolamento 2017/1129 (Regolamento Prospetto) ha esentato dalla pubblicazione del prospetto le offerte comprese tra 1 e 8 milioni di euro<sup>50</sup>.

Sebbene la piena responsabilità delle informazioni contenute nel documento di ammissione alle negoziazioni ricada sull'emittente, spetta al gestore del mercato di crescita per le PMI definire il modo in cui esaminare adeguatamente il documento di ammissione. Ciò non implica obbligatoriamente l'approvazione da parte dell'Autorità competente o del gestore, anche se tale possibilità non viene esclusa<sup>51</sup>.

49 Artt. 1, par. 2, lett. h) e 3, par. 2, lett. a)-b) e ss., Dir. Prospetto. Sulla stessa scia della normativa europea, da cui deriva, l'art. 100 del TUF individua alcune operazioni alle quali la disciplina dell'offerta al pubblico non si applica, ed inoltre affida alla Consob il potere di individuare ulteriori casi di inapplicabilità, totale o parziale, della disciplina stessa (art. 34-ter del Reg. Emittenti). In particolare, tali esenzioni si applicano, *inter alia*, alle offerte: «a) rivolte a un numero di soggetti inferiore a centocinquanta, diversi dagli investitori qualificati [...]»; «b) rivolte a investitori qualificati [...]»; «c) [...] il cui corrispettivo totale sia inferiore a 5.000.000 euro [...]»; «d) aventi ad oggetto prodotti finanziari [...] per un corrispettivo totale di almeno 100.000 euro per investitore»; «e) aventi ad oggetto prodotti finanziari [...] di valore unitario minimo di almeno 100.000 euro [...]». La ratio specifica sottesa ai vari casi di esenzione previsti dal combinato disposto degli artt. 100 TUF e 34-ter Reg. Emittenti (anche quelli non espressamente presi in considerazione in tale sede) non è sempre la stessa: a volte il criterio è quello del numero limitato di soggetti, il che esclude la natura pubblica dell'operazione, in altri casi si giustifica per l'*expertise* degli investitori o l'esiguità dell'operazione (o ancora la natura non speculativa della stessa, la natura dei prodotti offerti, la sussistenza di regole equivalenti). In generale, tuttavia, alla base delle diverse fattispecie di esenzione vi è comunque l'insussistenza della *need of protection* degli investitori che giustifica la disapplicazione della disciplina dell'offerta al pubblico e il non intervento dell'Autorità di vigilanza [cfr. F. Annunziata *op. cit.*, pp. 369-370]. Se consideriamo, poi, le varie fattispecie dal punto di vista degli emittenti, in un'ottica di bilanciamento di interessi che il Legislatore sempre persegue, la ratio sottesa a tali esenzioni è rintracciabile «nei limitati benefici o negli alti costi dell'informazione obbligatoria quando gli investitori sappiano badare a se stessi (investitori professionali o che investano importi unitari cospicui) ovvero l'importo complessivo dell'offerta sia esiguo e/o il contatto diretto tra emittente e investitori sia relativamente agevole per il numero ridotto di questi ultimi» [G. Ferrarini, *op. cit.*, pp. 214-215]. In particolare, l'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico, in tali casi, risulterebbe eccessivamente onerosa per le PMI e non troverebbe giustificazione nell'esigenza di tutela e protezione degli investitori, di talché i costi di pubblicazione di un prospetto e l'applicazione degli altri obblighi informativi rivenienti dalla disciplina in esame, nonché il controllo dell'Autorità di vigilanza, risulterebbero ingiustificati.

50 Però, anche in caso di esenzione della redazione di un prospetto, l'emittente su uno SME GM, come si è visto, sarà comunque tenuto a pubblicare ai sensi della MiFID II un «documento di ammissione appropriato» ai fini dell'ammissione iniziale alle negoziazioni, contenente «informazioni sufficienti per permettere agli investitori di decidere con cognizione di causa se investire negli strumenti finanziari» (Art. 33, par. 2, lett. c), MiFID II.). Relativamente al contenuto di tale documento di ammissione, gli MTF adottano differenti approcci. Alcuni di essi adottano un approccio "top down" ossia, partendo dalle regole valevoli per il prospetto, si limitano ad indicare quali regole non debbano trovare applicazione e quali debbano essere modificate; altri mercati adottano un approccio "bottom up", fissando una lista di informazioni minime che devono essere incluse nel documento di ammissione iniziale (ESMA, Technical Advice, p. 358.). Per tale motivo, l'ESMA, nel parere tecnico rilasciato alla Commissione ai fini dell'adozione del regolamento delegato, non ha ritenuto di indicare un criterio particolare al riguardo, ritenendo che l'obiettivo principale della MiFID II - cioè quello di fornire sufficienti informazioni agli investitori per permettere loro di decidere con cognizione di causa se investire negli strumenti finanziari (Art. 18, par. 2, e art. 33, par. c), MiFID II) - potesse essere adeguatamente soddisfatto secondo diverse modalità. Il risultato quindi è stato che il contenuto minimo del documento di ammissione (in mancanza di offerta pubblica, che richiederebbe il prospetto) verrà deciso dal singolo gestore del mercato di riferimento. All'Autorità nazionale è lasciato il compito di valutare discrezionalmente se il gestore richieda sufficienti informazioni nel documento di ammissione, affinché l'investitore possa compiere una valutazione informata della posizione e delle prospettive finanziarie dell'emittente, nonché dei diritti connessi ai titoli, ai fini della registrazione dell'MTF come mercato di crescita (Cons. (114) e art. 78, par. 2, lett. d), Reg. Delegato (UE) 2017/565). Tra i contenuti minimi del documento di ammissione, l'unico punto che è specificatamente regolamentato dall'art. 33 della MiFID II e che l'Autorità nazionale dovrà verificare ai fini della registrazione dell'MTF come mercato di crescita, è la dichiarazione, da parte dell'emittente, sull'adeguatezza del capitale circolante o sui piani per fornire capitale circolante aggiuntivo (Art. 78, par. 2, lett. e), Reg. Delegato (UE) 2017/565).

51 Cons. (113) e art. 78, par. 2, lett. c), Reg. Delegato (UE) 2017/565. In genere, tuttavia, l'esame del documento di ammissione viene compiuta da parte dell'*advisor* dell'emittente in fase di *due diligence*. Pertanto, pur nella convinzione che un riesame sul documento debba essere effettuato e dichiarato da parte dell'emittente nel documento di

Come detto, in caso di offerta pubblica rivolta anche ai risparmiatori *retail*, l'emittente su uno SME GM dovrà redigere un prospetto in luogo del documento di ammissione. A tale riguardo, il Reg. Prospetto prevede per le PMI: (i) l'introduzione di un «regime di informativa proporzionato» sulla base di un «prospetto UE della crescita» (c.d. *EU growth prospectus*) per le offerte al pubblico sul mercato primario da parte di emittenti che non abbiano titoli ammessi a negoziazione su un mercato regolamentato (art. 15, Reg. Prospetto)<sup>52</sup>, nonché (ii) un «regime di informativa semplificata» nel caso di emissioni secondarie, anche per gli emittenti sui mercati di crescita, sulla base di un «prospetto semplificato» (art. 14, Reg. Prospetto)<sup>53</sup> – dato che, ai sensi dell'art. 33 della MiFID II, i gestori devono comunque assicurare un'informativa continua adeguata<sup>54</sup>.

Negli obiettivi del Legislatore europeo, l'esigenza di elaborare un *EU growth prospectus* dedicato alle PMI nasce dal fatto che, poiché le stesse hanno bisogno di raccogliere importi relativamente più bassi rispetto ad altri emittenti, i costi di redazione del prospetto standard potrebbero essere sproporzionatamente elevati e potrebbero così scoraggiare le imprese dall'offrire i loro titoli al pubblico. Allo stesso tempo, a causa delle loro dimensioni e della potenziale esiguità dei dati passati, le PMI potrebbero presentare uno specifico rischio di investimento rispetto ai grandi emittenti e, da qui, l'esigenza di divulgare informazioni sufficienti affinché gli investitori possano assumere le loro decisioni di investimento<sup>55</sup>. Tuttavia la disciplina, sebbene dovrà essere specificata negli atti delegati della Commissione europea (entro il 21 gennaio 2019), già nei suoi tratti generali delineati nel regolamento,

ammissione, sempre nell'ottica di bilanciamento tra tutela degli investitori e flessibilità, l'ESMA, nel parere tecnico alla Commissione, ha suggerito di lasciare libero il gestore di definire come il documento di ammissione debba essere riesaminato e da quale soggetto; l'importante è che ciò venga rappresentato nel documento (ESMA, Technical Advice, p. 361) e che si tratti di «riesame adeguato riguardo a completezza, coerenza e comprensibilità» (Art. 78, par. 2, lett. f), Reg. Delegato (UE) 2017/565). Ciò è in linea con la Direttiva Prospetto (Art. 1, par. 1, lett. q), Dir. Prospetto), con l'unica grande differenza che l'identità del soggetto che effettua il riesame e le modalità dello stesso sono stabilite dal gestore del mercato. Il fatto, poi, che nel documento di ammissione debba essere dichiarato se lo stesso è stato o meno approvato o riesaminato e da quale soggetto (Art. 78, par. 2, lett. c), Reg. Delegato (UE) 2017/565) – previsione che sembra lasciar spazio anche alla possibilità che un'approvazione o un riesame non venga effettuato – appare in contraddizione con la previsione sull'obbligatorietà di un adeguato riesame (Art. 78, par. 2, lett. f), Reg. Delegato (UE) 2017/565).

52 Ai sensi dell'art. 15, par. 1, lett. b) e c), Reg. Prospetto, possono scegliere di redigere un prospetto UE della crescita altresì: (i) gli emittenti, diversi dalle PMI, i cui titoli sono negoziati in un mercato di crescita per le PMI, a condizione che tali emittenti abbiano una capitalizzazione di borsa media inferiore a 500 milioni di sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili (ricomprendendo, dunque, società con una capitalizzazione media superiore ai 200 milioni di euro fissata dalla MiFID II); (ii) le imprese che offrono al pubblico titoli per un corrispettivo totale nell'Unione non superiore a 20 milioni di euro, calcolato su un periodo di 12 mesi, e a condizione che tali emittenti non abbiano titoli negoziati in un MTF e durante l'esercizio precedente abbiano avuto in media fino a 499 dipendenti (ciò al fine di consentire anche a tali società di beneficiare di un accesso più agevole al finanziamento ai mercati dei capitali per poter crescere e ottenere fondi a costi che non risultino sproporzionatamente elevati).

53 Ai sensi dell'art. 14 del Reg. Prospetto è possibile redigere un prospetto secondo il regime di informativa semplificata per le emissioni secondarie nel caso di: (i) emittenti i cui titoli siano ammessi alla negoziazione (in un mercato regolamentato o) in un mercato di crescita per le PMI continuativamente per gli ultimi 18 mesi e che emettano titoli fungibili con altri titoli già emessi; (ii) emittenti i cui titoli di capitale siano ammessi alla negoziazione (in un mercato regolamentato o) in un mercato di crescita per le PMI in modo continuato per almeno gli ultimi 18 mesi e che emettano titoli diversi dai titoli di capitale; (iii) offerenti i cui titoli siano ammessi alla negoziazione (in un mercato regolamentato o) in un mercato di crescita per le PMI in modo continuato per gli ultimi 18 mesi. Il termine di 18 mesi dovrebbe garantire che l'emittente abbia rispettato l'obbligo di pubblicare la relazione finanziaria annuale, ai sensi della Dir. Transparency o ai sensi delle regole stabilite dal gestore dei mercati di crescita per le PMI, cfr. cons. (50), Reg. Prospetto.

54 Cons. (49), Reg. Prospetto.

55 Cfr. cons. (51), Reg. Prospetto.

sembra non discostarsi granché dalla disciplina del prospetto ordinario. Ai sensi dell'art. 15 del Reg. Prospetto, infatti, il prospetto UE della crescita è un documento in formato standardizzato composto di una nota di sintesi specifica (in conformità alla nota di sintesi del prospetto standard, ex art. 7, Reg. Prospetto), uno specifico documento di registrazione e una specifica nota informativa sui titoli ( in base, rispettivamente, agli All.ti IV e V del Reg. Prospetto, che stabiliscono, per tratti generali, le informazioni che l'emittente dovrà inserire come ad esempio, informazioni in merito alla responsabilità del documento di registrazione, strategia di rendimento e contesto imprenditoriale, governo societario, bilancio e indicatori di risultato, resoconto in materia di risultato operativo e situazione finanziaria, informazioni agli azionisti)<sup>56</sup>.

Per quanto riguarda, infine, la diffusione delle «informazioni sulla regolamentazione» del mercato di crescita, l'art. 33 della MiFID II richiede che esse vengano «conservate e divulgate pubblicamente»<sup>57</sup>. A tale proposito, il Reg. Delegato (UE) 2017/565 (concordemente al parere dell'ESMA), prevede che i prospetti e i documenti di ammissione (nonché le relazioni finanziarie e le informazioni privilegiate ai sensi del MAR) debbano essere diffusi attraverso la pubblicazione sul sito internet del gestore del mercato o fornendo sullo stesso un link diretto al sito internet dell'emittente<sup>58</sup>. Tale approccio è coerente con la Direttiva Transparency, che prevede che tutte le informazioni regolamentate previste dalla stessa, in aggiunta alle informazioni da diffondere ai sensi della disciplina sul *market abuse*, devono essere divulgate in modo da assicurare un veloce accesso alle informazioni attraverso un sistema di stoccaggio<sup>59</sup>. A tale ultimo riguardo, le informazioni e i collegamenti diretti devono rimanere disponibili sul sito internet del gestore del mercato per un periodo minimo di cinque anni<sup>60</sup>. Ciò è in linea, in generale, con le regole previste dalla disciplina MiFID, al fine di assicurare agli investitori l'accesso ad un archivio di informazioni storiche<sup>61</sup>.

In conclusione, dall'analisi delineata risulta che, sebbene l'estensione della disciplina dell'offerta al pubblico agli emittenti sugli SME GM - appaia, in principio, condivisibile nella misura in cui l'intento del Legislatore è quello del bilanciamento tra alleggerimento dei costi da sostenere per la quotazione da parte delle PMI e protezione degli investitori, allo stesso

56 Il prospetto semplificato per le emissioni secondarie consiste anch'esso in una nota di sintesi (in conformità alla nota di sintesi del prospetto standard), uno specifico documento di registrazione e una specifica nota informativa sui titoli offerti. Il contenuto è regolato nei suoi tratti generali dall'art. 14 del regolamento (che richiede, ad esempio, la descrizione delle prospettive dell'emittente ed eventuali cambiamenti significativi, diritti connessi ai titoli, ragioni dell'offerta, impatto sull'emittente e sulla struttura complessiva del capitale, impiego dei proventi). Anche in questo caso, la Commissione europea, con specifici atti delegati, dovrà stabilire gli schemi che specificano le informazioni ridotte (informazioni finanziarie annuali e semestrali, previsioni e stime sugli utili, sintesi delle informazioni comunicate ai sensi del MAR, fattori di rischio e, per i titoli di capitale, dichiarazione relativa al capitale circolante, dichiarazione di mezzi propri e indebitamento, conflitti di interesse e operazioni con parti collegate, principali azionisti, informazioni finanziarie proforma).

57 Art. 33, par. 3, lett. f), MiFID II.

58 Cons. (115) e art. 78, par. 2, lett. h), Reg. Delegato (UE) 2017/565.

59 Nella prassi di mercato, la pubblicazione via internet rappresenta la pratica predominante per la diffusione delle informazioni. La pubblicazione delle informazioni sul sito del gestore del mercato è preferita dall'ESMA, considerandola un "one-stop-shop" per gli investitori alla ricerca di informazioni sugli emittenti negoziati in tali sedi, dal momento che le norme sulla divulgazione delle informazioni sugli emittenti in mercati regolamentati previste dalla direttiva sulla trasparenza sarebbero troppo onerose per gli emittenti che negoziano i propri titoli sui growth market. Cfr. cons. (115), Reg. Delegato (UE) 2017/565.

60 Art. 78, par. 2, lett. i), Reg. Delegato (UE) 2017/565.

61 ESMA, Technical Advice, p. 368.

tempo non sembra ci siano reali agevolazioni per tale categoria di imprese. Tali previsioni normative potrebbero risolversi in un disincentivo alla quotazione delle PMI, poiché si tratta di imprese che si troverebbero a sopportare, di fatto, costi eccessivamente onerosi rispetto alla quantità e al livello di dettaglio delle informazioni richieste<sup>62</sup>. In aggiunta, si consideri altresì un altro aspetto. Se l'intento del Legislatore europeo era quello di armonizzazione massima delle prassi e regole di mercato dei vari Stati membri anche per il segmento delle PMI che operano al di fuori dei mercati regolamentati (intento che viene perseguito sempre più attraverso lo strumento del regolamento direttamente applicabile all'interno dei diversi ordinamenti nazionali), ciò trova un limite immediato nella stessa facoltatività del prospetto informativo semplificato e proporzionato previsti, rispettivamente, agli artt. 14 e 15 del nuovo Reg. Prospetto<sup>63</sup>.

Anche in relazione all'informazione finanziaria periodica occorre svolgere analoghe considerazioni a quelle sino ad ora fatte. Seppur la Direttiva Transparency (che stabilisce a livello europeo i requisiti in materia di rendicontazione finanziaria periodica per le società quotate, in base ai quali gli emittenti sui mercati regolamentati sono tenuti a pubblicare relazioni finanziarie annuali<sup>64</sup> e semestrali<sup>65</sup>) esenti dalla pubblicazione delle relazioni finanziarie annuali e semestrali gli emittenti i cui strumenti sono negoziati solo su MTF, in ogni caso, come abbiamo visto, l'art. 33 della MiFID II, richiede che sugli SME *growth markets* esista «un'adeguata informativa finanziaria periodica [...], ad esempio relazioni annuali sottoposte a revisione»<sup>66</sup>.

Da questo punto di vista si osserva come le regole degli MTF dedicati alle PMI – seppur differiscano tra loro in varia misura – richiedano tutte la pubblicazione delle relazioni annuali e semestrali. Pertanto, sebbene la pubblicazione di relazioni finanziarie possa rappresentare un onere costoso per le PMI, essa comunque rappresenta una norma minima di trasparenza, coerente con la migliore prassi prevalente negli attuali mercati dedicati alle PMI<sup>67</sup>.

Seguendo un approccio flessibile più adatto alle necessità delle PMI<sup>68</sup> e alle prassi di mercato, il Reg. Delegato (UE) 2017/565 ha previsto per i mercati di crescita la pubblicazione delle relazioni finanziarie annuali entro sei mesi dal termine di ciascun esercizio e delle relazioni finanziarie semestrali entro quattro mesi dal termine dei primi sei mesi di ciascun esercizio, con maggior flessibilità, dunque, rispetto alle previsioni della Direttiva Transparency<sup>69</sup>.

62 ASSONIME, *Risposta alla consultazione UE sulle SME listing barrier*, p. 3: «Among main impediments faced by companies, especially SMEs, willing to go public are admissions costs (both direct and indirect costs, especially those related to prospectus) and listing requirements, together with the administrative burdens deriving from the heavy regulatory framework applicable to listed companies».

63 Perrone, *op.loc.cit.*

64 Art. 4, Dir. Transparency.

65 Art. 5, Dir. Transparency.

66 Art. 33, par. 3, lett. d), MiFID II.

67 Cons. (114), Reg. Delegato (UE) 2017/565.

68 Cons. (115), Reg. Delegato (UE) 2017/565.

69 La Direttiva *Transparency* richiede agli emittenti sui mercati regolamentati di rendere pubbliche le relazioni finanziarie annuali, al più tardi, quattro mesi dopo la fine di ciascun esercizio finanziario e le relazioni finanziarie semestrali entro tre mesi dalla fine del semestre di riferimento (artt. 4 e 5, Dir. *Transparency*). Ai sensi del regolamento di



A tale ultimo riguardo, si consideri come la possibilità di adottare facoltativamente i principi internazionali di informativa finanziaria se, da un lato, è un elemento di vantaggio in termini di costi per le PMI, dall'altro, però, la possibilità di mantenere standard di *reporting* locali non favorisce l'armonizzazione delle regole sugli SME *growth market*, mantenendo una frammentarietà che non agevola la riconoscibilità da parte degli investitori al di fuori dei mercati locali. L'adozione di principi contabili internazionali renderebbe maggiormente comparabili i dati esposti nei bilanci, favorirebbe l'attrazione di un maggior numero di investitori istituzionali esteri e sarebbe utile per comunicare efficacemente con tutti gli *stakeholder* della società<sup>70</sup>.

L'art. 33, par. 3, lett. e) e g), della MiFID II ha previsto che gli emittenti su un mercato di crescita (nonché le persone che esercitano responsabilità di direzione all'interno dell'emittente e le persone strettamente legate ad essi) debbano rispettare i requisiti previsti dal MAR, ed inoltre, che debbano esistere «*sistemi e controlli efficaci intesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato*».

A tale riguardo si ricorda anche che già in virtù del Regolamento n. 596/2014 sugli abusi di mercato (c.d. MAR) a partire dal 3 luglio 2016 gli emittenti che negoziano (o abbiano anche solo chiesto la negoziazione) i propri strumenti finanziari su un MTF sono soggetti a tale genere di obblighi: si tratta essenzialmente dell'obbligo di comunicare al pubblico le informazioni privilegiate, le operazioni dei manager, di tenere un *insider list*, ecc.<sup>71</sup>

Considerando la specificità delle PMI, il MAR ha peraltro previsto che gli emittenti sui mercati di crescita possano diffondere le informazioni privilegiate in modo semplificato. In particolare, le informazioni privilegiate possono essere pubblicate sul sito *internet* della sede di negoziazione anziché sul sito *internet* dell'emittente (quando la sede di negoziazione prevede tale possibilità per gli emittenti che operano su quel determinato mercato. Inoltre, gli emittenti sui mercati di crescita sono altresì esentati, a determinate condizioni, dall'obbligo di redigere un elenco *insider*. Le condizioni che devono essere soddisfatte sono le seguenti: (i) l'emittente deve aver adottato ogni misura ragionevole per assicurare che tutte le persone aventi accesso ad informazioni privilegiate prendano atto degli obblighi giuridici e regolamentari che ciò comporta e siano a conoscenza delle sanzioni applicabili in caso di abuso di informazioni privilegiate e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate; inoltre, (ii)

attuazione della Dir. Prospetto per le emissioni dei diritti di opzione, invece, gli emittenti su MTF possono utilizzare un regime di informativa proporzionato, secondo cui i bilanci annuali e le relazioni di revisione andranno pubblicati entro sei mesi dalla fine di ogni esercizio finanziario e i bilanci semestrali entro quattro mesi dalla fine dei primi sei mesi di ogni esercizio finanziario (art. 26-*bis*, par. 2, let. a), Reg. (CE) n. 809/2004). Tale approccio più flessibile è stato seguito anche nel Reg. Delegato (UE) 2017/565 per gli SME GM. Infine, in merito all'utilizzo di IFRS piuttosto che di standard previsti da leggi e regolamenti locali, l'ESMA ha suggerito di evitare l'imposizione dei principi internazionali di informativa finanziaria (IFRS), in quanto ciò sarebbe stato fonte di costi aggiuntivi significativi per alcuni emittenti, sostenendo che, al di là dei criteri utilizzati, fosse importante che i mercati di crescita stabilissero regole chiare sull'informativa da diffondere. Seguendo questo approccio neutrale, in un'ottica di bilanciamento tra tutela degli investitori e flessibilità a favore delle PMI, la Commissione europea, nel Reg. Delegato (UE) 2017/565, ha lasciato libertà al gestore dell'MTF di crescita di imporre agli emittenti l'utilizzo degli IFRS o dei principi di informativa finanziaria ammessi dalle leggi e dai regolamenti locali oppure di entrambi [Cons. (114), Reg. Delegato (UE) 2017/565].

70 Cfr. Lambiase, La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale, Milano, 2016, p. 27

71 Conseguentemente anche regolamento AIM Italia è stato adeguato in tal senso. La Consob dal canto suo ha emanato proprie Linee guida in materia di gestione delle informazioni privilegiate (Linee Guida n. 1/2017) e di raccomandazioni di investimento (Linee Guida n. 2/2017) in data 13 ottobre 2017.

l'emittente deve essere in grado di fornire, su richiesta, all'autorità competente un elenco di persone aventi accesso alle informazioni privilegiate<sup>72</sup>.

A tale ultimo riguardo, tuttavia, si consideri come la prevista esenzione non si risolva in una reale agevolazione, in quanto le condizioni richieste comporteranno due ordini di conseguenze: (i) la prima condizione di esenzione - ovvero l'obbligo di assicurare che tutti gli *insiders* prendano atto degli obblighi giuridici e regolamentari e siano edotti delle conseguenze sanzionatorie in caso di abuso e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate - comporterà, di fatto, la necessità di redigere l'elenco delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate con i conseguenti costi che l'emittente dovrà sostenere, al fine di adottare «ogni ragionevole misura» affinché tali soggetti siano consapevoli degli obblighi che ciò comporta e delle relative sanzioni in caso di violazioni; (ii) la seconda condizione - cioè che l'emittente debba essere in grado di fornire, su richiesta, all'Autorità competente un elenco di persone aventi accesso alle informazioni privilegiate - avrà ancor più l'effetto di ridurre notevolmente gli "sconti" previsti dal MAR per le PMI registrate sui mercati di crescita<sup>73</sup>.

Senza dubbio, l'esigenza di redigere un elenco di soggetti aventi accesso ad informazioni privilegiate nasce dal fatto che esso rappresenta uno strumento importante per le Autorità di controllo che indagano su possibili abusi di mercato (e, da qui, la necessità espressa nel MAR di uniformare le differenze a livello nazionale in relazione ai dati da inserire negli elenchi, onde evitare agli emittenti inutili oneri amministrativi<sup>74</sup>). Tuttavia, con riguardo alle PMI registrate sui mercati di crescita, il Legislatore europeo ha assunto un atteggiamento poco comprensibile: da un lato, ha riconosciuto che il requisito di conservare e aggiornare periodicamente gli elenchi *insider* impone oneri amministrativi eccessivi in capo alle PMI e che, pertanto, le stesse dovrebbero essere esentate da tale obbligo, al fine di ridurre i costi di *compliance*; dall'altro, però, ha richiesto che tali emittenti forniscano comunque l'elenco *insider* alle Autorità competenti che ne facciano richiesta<sup>75</sup>. Tale ultima condizione avrà l'evidente effetto di imporre agli emittenti sui mercati di crescita per le PMI di mantenere registri *insider* sempre aggiornati, al fine di essere in grado di soddisfare eventuali richieste da parte delle Autorità competenti.

Sebbene nel suo progetto di norme tecniche di attuazione, l'ESMA abbia proposto di ridurre gli obblighi normativi a favore delle PMI registrate su mercati di crescita (ed effettivamente gli emittenti sono tenuti a presentare all'Autorità di controllo, su richiesta di quest'ultima, una quantità più contenuta di dati rispetto a quelli contenuti nelle liste *insider* gestite dagli emittenti ordinari), il rispetto di tale norma risulta comunque oneroso per gli emittenti in questione, così come la maggior parte delle previsioni contenute nel MAR<sup>76</sup>.

72 Art. 18, par. 6, MAR.

73 Veil, Di Noia (2017), *SME Growth Markets, in Regulation of the EU financial markets: MiFID II and MiFIR*, a cura di Busch e Ferrarini, Oxford, p. 353.

74 Cons. (56), MAR.

75 Cons. (56), MAR.

76 Veil, Di Noia, *op. cit.*, p. 353. Si consideri, ad esempio, l'obbligo generale dell'emittente di comunicare al pubblico il prima possibile le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente (Art. 17, par. 1, MAR) o l'obbligo di coloro che esercitano funzioni di amministrazione, controllo o direzione (nonché soggetti a loro strettamente associate) di notificare all'emittente e all'Autorità competente tutte le operazioni condotte per loro conto

## 4 Le successive iniziative della Commissione Europea per favorire lo sviluppo degli SME *Growth Markets*

Consapevole del fatto che la Direttiva MiFID II ha sostanzialmente fallito l'obiettivo di semplificare la normativa applicabile agli SME *Growth Markets* e di ridurre gli oneri amministrativi per le società in essi quotate, la Commissione Europea nel 2017 ha nuovamente inserito la tematica nella propria agenda. È stato infatti acclarato dalla Commissione che gli emittenti ammessi alle negoziazioni su un mercato di crescita per le PMI beneficiano di un numero relativamente ridotto di semplificazioni normative rispetto agli emittenti ammessi alla negoziazione negli altri MTF o nei mercati regolamentati. Questo basso livello di differenziazione tra emittenti dei mercati di crescita per le PMI ed emittenti degli MTF ha così dissuasato molti MTF dal richiedere la registrazione come mercato di crescita per le PMI, come attestato dallo scarso interesse suscitato finora da tale *status*.

L'occasione per tornare sul tema si è concretizzata con la revisione intermedia del *Piano d'azione dell'Unione sui mercati dei capitali* del giugno 2017, con la quale la Commissione europea, tra le altre cose, ha voluto anche impegnarsi nel condurre una valutazione circa la possibilità di introdurre modifiche alla legislazione europea al fine di fornire un ambiente regolamentare più proporzionato per favorire l'ingresso delle PMI negli SME *Growth Markets*<sup>77</sup>.

Secondo quanto dichiarato dalla Commissione l'obiettivo principale di questo lavoro sarebbe consistito nel cercare di alleviare più incisivamente gli oneri amministrativi che gravano sulle PMI quotate ma anche quello di rilanciare gli

concernenti quote, titoli di credito, strumenti finanziari o altri strumenti finanziari collegati. Tali informazioni andranno altresì comunicate tempestivamente al pubblico (Art. 19, par.1-3, MAR). Mettendo in pratica tali obblighi informativi, possono insorgere numerose questioni che richiedono il ricorso a costose consulenze legali. Ad esempio, l'obbligo di notificare all'Autorità di controllo e di divulgare informazioni privilegiate al pubblico impone all'emittente di interpretare cosa sia un'*informazione privilegiata*, un compito alquanto complesso che richiede un'attenta analisi da parte di esperti a fronte delle numerose questioni interpretative che possono insorgere, con conseguenti costi che potrebbero risultare eccessivamente gravosi per le PMI (Cfr. C. Di Noia, M. Gargantini, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *European Company and Financial Law Review*, 2012, 9, pp. 484, 504-506). Valutazioni complesse (e costose) da parte dell'emittente andranno condotte anche nel caso in cui lo stesso decida di ritardare la pubblicazione, dandone spiegazione all'Autorità competente. Oltre a ciò, il Reg. di esecuzione (UE) 2016/1055 della Commissione del 29 giugno 2016 (art. 4, par. 1) prevede che gli emittenti che decidano di ritardare la diffusione dell'informazione registrino e conservino per iscritto una serie di informazioni che includono, tra l'altro, data e ora della prima esistenza dell'informazione privilegiata, dell'assunzione della decisione di ritardare la divulgazione, l'identità delle persone responsabili dell'assunzione della decisione di ritardare la divulgazione, del monitoraggio continuo delle condizioni che consentono il ritardo, nonché la prova del soddisfacimento iniziale delle condizioni previste all'art. 17, par. 4, MAR. A ciò, si aggiungono le elevate sanzioni pecuniarie in conseguenza della violazione degli obblighi previsti dal MAR: un emittente che violi l'obbligo di divulgare informazioni privilegiate può essere sanzionato fino a 2,5 milioni di euro o il 2% del fatturato totale annuo in base all'ultimo bilancio (Art. 30, par. 2, lett. j), nn. ii) e iii), MAR).

77 Communication from the Commission on the mid-term review of the capital markets union action plan, SWD(2017) 224 final and SWD(2017) 225 final, 8 giugno 2017. A sua volta il Consiglio europeo in data 29 giugno 2017 ha sottolineato che è "benvenuto l'impegno della Commissione a fornire un ambiente regolamentare più proporzionato per sostenere l'inserimento delle PMI nei mercati pubblici, che - accoppiato con le relative azioni non legislative - promuoverebbe ulteriormente lo sviluppo dell'equità mercati dei capitali in tutti gli Stati membri" (cfr. *Council conclusions on the Commission Communication on the mid-term review of the Capital Markets Union Action Plan*, consultabile all'indirizzo internet: <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/07/11-conclusions-mid-term-review-capital-markets-union-action-plan>).

ecosistemi locali che circondano i mercati dedicati alle PMI, pur sempre mantenendo inalterata la protezione degli investitori e l'integrità del mercato e senza modificare i principi fondamentali degli atti dell'UE che sono stati fondamentali per ripristinare la fiducia nei mercati finanziari (tra i quali: l'estensione delle norme sugli abusi di mercato agli MTF e agli SME Growth Markets contenuti nel Regolamento sugli Abusi di mercato - MAR).

Per queste ragioni il 18 dicembre 2017 la Commissione Europea ha avviato una pubblica consultazione dal titolo *Building a proportionate regulatory environment to support SME listing* concentrando la propria attenzione su tre aree principali: 1) come perfezionare la definizione di SME Growth Markets dettata dalla MiFID II; 2) come alleggerire gli oneri che incombono sulle società quotate sugli SME Growth Markets; 3) come promuovere gli ecosistemi che circondano le borse locali, in particolare al fine di migliorare la liquidità delle azioni quotate in tali sedi di negoziazione.

Secondo la Consultazione della Commissione Europea le ragioni in base alle quali le PMI decidono di non quotarsi possono essere così sintetizzate:

1. gli ecosistemi locali che sono in grado di supportare le aziende nella fase di IPO (cioè la rete di *specialisti* delle PMI che circondano gli scambi locali) negli ultimi anni sono in difficoltà in molti Stati Membri<sup>78</sup>.
2. a causa dei recenti mutamenti normativi e dell'innovazione tecnologica, il *trading* azionario si sta concentrando su grandi dimensioni massimali, portando così a un calo della liquidità delle azioni delle PMI. Questa bassa liquidità scoraggia gli investimenti in azioni di PMI e alza il costo del capitale per le PMI. Conseguenza ulteriore di questo calo di liquidità è la riduzione del numero di commissioni di intermediazione per i *broker* specializzati in PMI, la fuoriuscita dal mercato di tali operatori e la necessità per le PMI che intendono quotarsi di affidarsi ai servizi di operatori di mercato più grandi a costi superiori.
3. Sono sempre meno gli investitori istituzionali e al dettaglio disposti ad investire in strumenti finanziari emessi da PMI. Ciò sarebbe dovuto alle barriere normative esistenti relative agli investimenti nelle PMI, alla mancanza di visibilità che hanno le PMI nei confronti degli investitori, alla minore fiducia degli investitori in questa classe di attività unita alla *mancanza di adeguati incentivi fiscali*.
4. conseguentemente, posto che solo una piccola parte degli investimenti viene effettivamente canalizzata in azioni delle PMI, queste ultime hanno poca spinta a quotare le proprie azioni ed obbligazioni.

78 Come noto, infatti le IPO e le offerte di debito sui mercati pubblici sono il risultato di sforzi congiunti tra le PMI, le banche, gli analisti di ricerca, i *broker*, i *market makers*, i diversi investitori, le agenzie di *rating* del credito, avvocati e commercialisti specializzati in PMI e che supportano tali aziende nella fase di IPO e in tutto il mondo il processo di *floating*. Il declino di questa rete di specialisti sembra essere particolarmente acuto per i *broker* azionari specializzati in PMI.

Il 25 maggio 2018, a valle della menzionata Consultazione, la Commissione Europea ha presentato una *Proposta di regolamentazione volta a favorire l'accesso delle piccole e medie imprese (PMI) al finanziamento tramite i mercati dei capitali*<sup>79</sup> mediante la parziale modifica della Direttiva Prospetto e del Regolamento sugli Abusi di Mercato.

La proposta, con molto realismo, si è autodefinita "come un primo passo nella giusta direzione e non come un rimedio unico" consapevole del fatto che "tali modifiche normative mirate previste nella (...) proposta non rianimeranno di per sé completamente l'accesso ai mercati pubblici per le PMI"<sup>80</sup>.

L'iniziativa si articola in una proposta legislativa, che apporta modifiche tecniche (e non particolarmente rivoluzionarie) al Regolamento sugli abusi di mercato e al Regolamento sui prospetti, nonché in ulteriori modifiche di natura tecnica agli atti delegati a norma della Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II).

Tra le principali proposte di modifica della normativa sulla quotazione delle PMI figurano quelle di:

- adattare gli obblighi oggi previsti dal MAR per gli MTF (che impongono di tenere l'*insider list* di tutti coloro che hanno accesso a informazioni in grado di influire sul prezzo dei titoli) in modo tale da ridurre gli oneri amministrativi che gravano sulle PMI, permettendo comunque alle Autorità competenti di indagare in caso di abuso di informazioni privilegiate<sup>81</sup>;
- pubblicare le informazioni privilegiate sul sito internet della sede di negoziazione anziché sul sito internet dell'emittente;

79 Proposta di Regolamento del Parlamento e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 596/2014 e (UE) 2017/1129 per quanto riguarda la promozione dell'uso dei mercati di crescita per le PMI, COM(2018) 331 final.

80 Proposta di Regolamento, *ult.cit.*, p.3.

81 In primo luogo il ritardo nella comunicazione al pubblico di una informazione privilegiata (laddove la comunicazione immediata possa rischiare di pregiudicare i legittimi interessi di un emittente) potrà essere ritardata da una PMI senza motivazione. La spiegazione dei motivi del ritardo dovrà essere fornita infatti soltanto su richiesta dell'autorità competente. Ovviamente le autorità competenti dovranno in ogni caso venire informate della decisione di ritardare la comunicazione per avere la possibilità di avviare un'indagine in caso di dubbi riguardo a tale decisione. In secondo luogo l'attuale obbligo per le PMI quotate su uno SME Growth Market di fornire su richiesta all'Autorità competente l'elenco delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate verrà semplificato nel senso che verrà data la possibilità per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI di mantenere soltanto un elenco delle persone aventi accesso permanente a informazioni privilegiate, che dovrebbe includere le persone che hanno regolarmente accesso a informazioni privilegiate in ragione della loro funzione o posizione presso l'emittente. In terzo luogo l'obbligo per gli emittenti di rendere pubbliche, entro tre giorni *dall'operazione*, le operazioni effettuate dalle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione e dalle persone a loro strettamente legate verrà tramutato per gli emittenti quotati sugli SME Growth Markets in un obbligo di comunicare le operazioni entro due dalla notifica delle stesse da parte delle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione oppure delle persone a loro strettamente legate (fermo restando l'obbligo di questi ultimi soggetti di comunicare all'emittente l'operazione *de qua* entro tre giorni dal compimento). Infine escludere dall'ambito di applicazione dell'art. 11 del Regolamento MAR (in tema di "sondaggi di mercato" presso potenziali investitori al fine di valutarne l'interesse e prima dell'annuncio di una operazione) le interlocuzioni che le PMI hanno con gli investitori durante la fase di negoziazione di un collocamento privato di obbligazioni volte a strutturare e completare l'intera operazione e che, quindi, non hanno la finalità di sondare un sondaggio di mercato.

- consentire agli emittenti quotati da almeno tre anni sui mercati di crescita per le PMI di redigere un prospetto semplificato (ex art. 14 del Regolamento Prospetto) al momento del passaggio ad un mercato regolamentato<sup>82</sup>;
- definire un complesso di norme in materia di contratti di liquidità (*market-making*)<sup>83</sup> comune ai mercati di crescita per le PMI in tutti gli Stati Membri, che si applicherebbe parallelamente alle norme nazionali.

Da ultimo si segnala che la Commissione Europea ha già annunciato di voler procedere ulteriormente in questa opera di semplificazione apportando modifiche anche al Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione (che integra la Direttiva MiFID II)<sup>84</sup>. Tali modifiche saranno volte a: 1) modificare la definizione di PMI emittente di strumenti diversi dagli strumenti di capitale sui mercati di crescita per le PMI; 2) consentire ai gestori di SME Growth Markets di rendere facoltativo l'obbligo di produrre una relazione semestrale per gli emittenti di strumenti diversi dagli strumenti di capitale sui mercati di crescita per le PMI; 3) imporre un flottante obbligatorio agli emittenti che desiderano essere ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI, lasciando però l'individuazione di tale soglia ai gestori di SME Growth Markets.

Nelle intenzioni della Commissione tali misure dovrebbero: *i*) determinare un aumento del numero di emittenti che emettono solo strumenti di debito rientranti nella definizione di piccole e medie imprese (il che a sua volta consentirebbe a un maggior numero di MTF di registrarsi come mercati di crescita per le PMI e agli emittenti su tali mercati di beneficiare di requisiti normativi semplificati), *ii*) consentire ai gestori del mercato di adattare meglio le loro regole per la quotazione alle condizioni locali e *iii*) fare in modo che le azioni quotate sui mercati di crescita per le PMI non risultino eccessivamente illiquide in fase di ammissione.

## 5 Le iniziative italiane per favorire lo sviluppo delle PMI e la loro quotazione

I menzionati piani della Commissione Europea volti a ridisegnare una politica industriale con l'obiettivo principale (ma non esclusivo) di riportare il rapporto tra valore del settore industriale e PIL al 20% (ci si riferisce alla *Capital Markets Union*, al Finanziamento a lungo termine dell'economia Europea, ecc.) hanno comunque lasciato i singoli Stati Membri liberi di adottare gli strumenti necessari ed utili per dare la migliore attuazione agli stessi e ciò al fine di tenere in debito conto la specificità del sistema produttivo di ogni Paese.

82 Il passaggio ad un mercato regolamentato implicherà però l'obbligo di redigere il bilancio secondo gli *International Financial Reporting Standards* (IFRS), obbligo che oggi non sussiste per gli emittenti quotati su uno SME Growth Market.

83 I dispositivi di *market-making* prevedono la sottoscrizione di un contratto tra il gestore del mercato e un terzo che si impegna a preservare la liquidità di talune azioni ottenendo in cambio sconti sulle commissioni di negoziazione. Un contratto di liquidità è un contratto tra un emittente e un terzo che si impegna ad assicurare la liquidità delle azioni dell'emittente, e per suo conto.

84 Cfr. Proposta di Regolamento, *ult.cit.*, p.5.

Per questa ragione la maggior parte dei paesi europei (Germania, Francia e Regno Unito *in primis*) stanno già elaborando e realizzando nuove strategie nazionali per l'industria parallele a quelle della Commissione Europea.

Essendo l'Italia la seconda piattaforma industriale europea (dietro solo alla Germania) pare oltremodo necessario – quantomeno in una prospettiva di comune sviluppo europeo – che anche l'Italia si doti di una visione del futuro dell'industria e di una politica industriale su base territoriale nazionale che orienti l'azione delle imprese in termini diversi da quelli che hanno caratterizzato le precedenti stagioni di intervento pubblico sull'economia tenuto conto del nuovo contesto istituzionale ed economico di cui si è fatto cenno al paragrafo 2.

Si tratta pertanto di creare una nuova "politica industriale orizzontale" ossia dell'offerta di condizioni più favorevoli per tutte le imprese e della creazione di mercati più efficienti capaci di attrarre investimenti privati in progetti a lungo termine con opportuni schemi di regolazione e soprattutto con incentivi fiscali-finanziari. Ciò non significa, ovviamente, voler tornare all'idea dello "Stato imprenditore", ma piuttosto di arrivare ad uno "Stato facilitatore-catalizzatore" capace di promuovere la propensione all'innovazione delle imprese all'interno di mercati efficienti al fine di attrarre investimenti privati in progetti a lungo termine<sup>85</sup>.

Tali politiche risultano particolarmente importanti per lo sviluppo e la crescita dimensionale delle piccole e medie imprese italiane che, come detto, rappresentano l'ossatura del sistema economico e produttivo del nostro Paese.

Se, infatti, in Europa la PMI media è più piccola di quella degli USA, all'interno dell'Unione Europea la PMI media italiana è tra le più piccole (la PMI media in Germania ha 7,6 lavoratori rispetto ai 3,6 in Spagna e ai 3,2 in Italia). Ciò ha conseguenze significative in termini di potenziale di sviluppo industriale: quanto più piccola è l'impresa, tanto maggiori saranno le sue difficoltà a investire nell'innovazione, a esportare e a integrarsi nelle catene di valore globali con conseguente rischio di perdita di competitività.

Occorre dare atto che negli ultimi anni il legislatore italiano ha effettivamente posto in essere una serie di misure utili allo sviluppo delle imprese.

Si allude evidentemente agli interventi che negli ultimi anni hanno avuto come oggetto prevalente e come denominatore comune la definizione di **reddito imponibile** e in particolare la razionalizzazione dei criteri di formazione dell'imponibile fiscale delle imprese mediante la modifica della fiscalità delle fonti e degli investimenti aziendali quali: l'aiuto per la crescita economica per la capitalizzazione delle imprese (c.d. ACE)<sup>86</sup>, il credito d'imposta per la ricerca<sup>87</sup>, i *patent box*<sup>88</sup>, il

85 F. Onida, Finanza per lo sviluppo e l'innovazione nel quadro europeo: strumenti, risorse (Piano Juncker), capitali pazienti, in *Una nuova politica industriale in Italia*, cit., 2016, p. 65.

86 Si tratta di una agevolazione fiscale introdotta dal D.L. 201/2011, con il preciso intento di accrescere la capitalizzazione delle imprese, mediante la deduzione dal reddito imponibile di parte dell'incremento del capitale proprio dell'impresa rispetto a quello esistente alla chiusura dell'esercizio in corso al 31 dicembre 2010.



super-ammortamento o iper-ammortamento per gli investimenti<sup>89</sup>, le *participation exemptions* (PEX)<sup>90</sup>. Ma si allude anche alle politiche per le *start-up* innovative<sup>91</sup>, al Fondo Centrale di Garanzia per le PMI<sup>92</sup>, alla nuova Legge Sabatini<sup>93</sup>, all'aggiornamento della legge 181 del 1989 sulle aree di crisi industriale, al d.l. 185/2008 che ha previsto la possibilità per la Cassa Depositi e Prestiti di intervenire a favore delle PMI, ecc.

Per quanto riguarda specificatamente il mercato finanziario il legislatore italiano ha incentivato la quotazione in borsa delle PMI e l'intervento nel capitale di rischio da parte degli investitori istituzionali mediante interventi normativi molto specifici in tema di: comunicazione delle partecipazioni rilevanti e offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, attribuzione di un voto maggiorato, azioni a voto plurimo, capitale sociale minimo per le società per azioni (ridotto a 50.000 euro) e maggiorazione del diritto di voto<sup>94</sup>.

- 87 Si tratta di un credito di imposta (utilizzabile esclusivamente in compensazione) introdotto dalla Legge di Stabilità del 2015 (L. 23 dicembre 2014, n.190) e riservato a tutti i soggetti titolari di partita IVA ed iscritti al registro delle imprese a fronte di investimenti effettuati in attività di ricerca e sviluppo.
- 88 Introdotta dalla Legge n. 190 del 23 dicembre 2014 (art. 1, commi 37-43) è una agevolazione fiscale per le imprese italiane che consistente nella detassazione dei "margini economici" ottenuti dallo sfruttamento dei propri beni immateriali e opere di ingegno quali software (coperto da copyright), come brevetti, marchi, disegni e modelli, know how, formule, informazioni, invenzioni, biotecnologiche. L'oggetto della detassazione del Patent Box è la parte di reddito generata dall'utilizzo/sfruttamento dei beni immateriali individuati nel caso in cui il reddito derivi da utilizzo diretto, da utilizzo indiretto (concessioni in licenza) o da cessione a condizione che i soggetti svolgano attività di ricerca e sviluppo finalizzate allo sviluppo, al mantenimento ed all'accrescimento del valore dei beni immateriali.
- 89 Confermati da ultimo dalla Legge di Bilancio del 2018 e che consistono in uno stimolo agli investimenti in beni materiali strumentali nuovi da parte delle imprese italiane, attraverso la possibilità di fruire di una maggiorazione (fittizia) del costo di acquisto di beni strumentali, in modo da consentire, ai fini della determinazione dell'IRES e dell'IRPEF, un'imputazione di quote di ammortamento e di canoni di locazione finanziaria più elevati.
- 90 Per tali intendendosi le deduzioni dal reddito fiscale imponibile delle plusvalenze realizzate con partecipazioni azionarie o non azionarie in società ed enti e consentite nella misura del 95% per il 2018 dall'art. 87 del TUIR e dalla Circolare 36/E 2004.
- 91 Si veda il D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 convertito con modificazioni con la legge 17 dicembre 2012 n. 221 (c.d. Decreto Crescita-bis).
- 92 Istituito con la Legge n. 662 del 1996 ed il cui intervento è assistito dalla garanzia di ultima istanza dello Stato, che comporta l'"attenuazione del rischio di credito" sulle garanzie dirette e sulle controgaranzie a prima richiesta, azzerando l'assorbimento di capitale per i soggetti finanziatori sulla quota di finanziamento garantita.
- 93 Istituita col D.L. 69/2013 (il "Decreto del Fare") l'agevolazione definita "Beni strumentali - Nuova Sabatini" rappresenta uno strumento per favorire l'accesso al credito delle piccole e medie imprese (Pmi) per l'acquisto di nuovi macchinari, impianti e attrezzature.
- 94 Tra cui, il D.L. 91/2014, c.d. "Decreto Competitività" - che ha introdotto modifiche all'art. 120, c. 2, del TUF, all'art. 106, c. 1-ter e 3-quater, del TUF, all'art. 127-quinquies del TUF, all' art. 2351, c. 4, c.c., all'art. 2327 c.c., nonché le Leggi di bilancio 2017 e 2018. In particolare, attraverso il D.L. 91/2014 ("Decreto Competitività") sono state introdotte importanti modifiche alla disciplina delle società quotate qualificabili come PMI ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1 del TUF (si tratta delle «piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, il cui fatturato, anche anteriormente all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di euro, o che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro»). L'art. 120, c. 2, del TUF inoltre prevede per le PMI l'innalzamento della soglia minima al 5% del capitale per gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti detenute in titoli dell'emittente e per le partecipazioni reciproche, riducendo gli oneri amministrativi e incentivando maggiormente gli investitori a partecipare al capitale di tali società. Con riguardo alla disciplina delle OPA obbligatorie, invece, i commi 1-ter e 3-quater dell'art. 106 del TUF prevedono, rispettivamente, che gli statuti delle PMI possono fissare una soglia "mobile" compresa tra il 25% e il 40%, nonché la possibilità di esercitare la facoltà di *opt-out* statutario dall'obbligo di OPA da consolidamento in regime di *grace period* (cinque anni dalla quotazione). La maggiore flessibilità consente una più ampia libertà circa il grado di contendibilità che l'azienda si pone come obiettivo e, quindi, permette alle imprese di dimensioni ridotte di accedere alla borsa senza sottostare, in tutti i casi, alle regole valide per le imprese di maggiori dimensioni. Oltre alla definizione di PMI e alle modifiche suddette, il Decreto

Recentemente la Legge di Bilancio 2018 (l. 27 dicembre 2017, n. 205) ha concesso un credito d'imposta alle PMI che si quotano (con una *Initial Public Offering* - IPO) su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione. Il credito di imposta è stato riconosciuto nella misura del 50% dei costi di consulenza sostenuti dalla PMI (sino al 31 dicembre 2020) e per un importo massimo di 500 mila euro. Si tratta di un c.d. *tax credit* utilizzabile esclusivamente in compensazione (ex art. 17 D.Lgs. n. 241/1997) a decorrere dal periodo successivo a quello in cui è stata ottenuta la quotazione.

Il Legislatore (con il c.d. "Decreto Sviluppo" del 2012) ha inoltre incentivato il ricorso all'emissione di strumenti obbligazionari quali i *mini-bond*, ossia titoli di credito che possono essere emessi da un'impresa non quotata, anche di piccola e media dimensione, al fine di raccogliere nuove risorse finanziarie attenuando così i rischi connessi alla dipendenza dal canale bancario. Tali titoli, negoziabili sia sui mercati regolamentati che sugli MTF<sup>95</sup>, hanno registrato un notevole successo, tanto

Competitività ha incluso ulteriori interventi volti a favorire l'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI (che include alcune proposte elaborate nell'ambito del progetto "PiùBorsa", avviato e promosso dalla Consob e fatte proprie dal Governo, nell'ambito del programma denominato "Finanza per la crescita"), tra i quali: (i) l'estensione della Super ACE (Aiuto alla Crescita Economica) alle società che si quotano su un MTF o un mercato regolamentato; (ii) la possibilità, per le società non quotate, di emettere una distinta classe di azioni a voto plurimo con massimo tre voti (art. 2351, c. 4, c.c.) anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative, mentre, per le società quotate, è stata prevista la maggiorazione del voto, ai sensi dell'art. 127-*quinquies* del TUF (che attribuisce un diritto di voto maggiorato fino ad un massimo di due voti per ciascuna azione a coloro che posseggono azioni per un periodo continuativo non inferiore a 24 mesi, c.d. *loyalty shares*), nonché le azioni a voto plurimo, ai sensi dell'art. 127-*sexies* del TUF (che esclude per le società quotate la possibilità di emettere azioni a voto plurimo ai sensi della novellata disciplina civilistica, mantenendo però le caratteristiche ed i diritti delle azioni a voto plurimo già in circolazione anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato e consentendo, in ogni caso, di emettere nuove azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione soltanto nei casi di aumento di capitale sociale ex art. 2442, fusione o scissione); (iii) eliminazione dell'obbligo di pubblicazione sui quotidiani delle informazioni regolamentate; (iv) altre modifiche in grado di avvicinare le società non quotate al mercato finanziario - i.e. riduzione del capitale minimo delle S.p.A. da 120 mila euro a 50 mila euro (art. 2327 c.c.), al fine di promuovere questa forma societaria anche nelle fasi di *start-up* e quindi di agevolare l'accesso ai mercati dei capitali a titolo di *equity* o debito; adozione di principi contabili internazionali IAS/IFRS anche da parte delle società non quotate, agevolando, conseguentemente, la visibilità dell'azienda e l'accesso al mercato del capitale di rischio; modifica dei criteri di determinazione del valore delle azioni nel recesso da società quotate (art. 2437-*ter* c.c.) -. Nel percorso di sviluppo di strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario, si è attivato, inoltre, il ricorso ai *credit funds* (la disciplina in materia risiede nella Dir. 2011/661/UE sui fondi alternativi di investimento, "AIFMD", e nel Reg. UE 345/2013 sui fondi europei per il venture capital, "EUVECA"), ovvero fondi specializzati nella sottoscrizione di strumenti di debito emessi da società *corporate*, anche di piccole e medie dimensioni. Essi possono concedere prestiti ad imprese con strategie di investimento di lungo periodo, perseguendo l'obiettivo di coniugare i vantaggi della raccolta diretta dagli investitori istituzionali a quelli derivanti dall'individuazione delle migliori opportunità di investimento in un portafoglio diversificato di *corporate bonds*. In questo senso, lo strumento si presenta affine alle iniziative in materia di obbligazioni, i c.d. *mini-bond* (v. nt. successiva).

95 I *mini-bond* sono stati introdotti nel nostro ordinamento con il c.d. "Decreto Sviluppo" del 2012 e successivamente sono state promosse modifiche e incentivi alla divulgazione di tali titoli sul mercato, rispettivamente, con il c.d. "Decreto Sviluppo *bis*" e il c.d. "Decreto Destinazione Italia". Il Decreto Sviluppo ha consentito la possibilità di negoziare i *bond* non solo su mercati regolamentati, ma - superando i limiti all'emissione previsti dall'art. 2412 c.c. - anche sugli MTF, attraverso l'eliminazione di tutti i vincoli fiscali e legali che fino a quel momento hanno impedito di fatto alle aziende non quotate in Borsa di emettere obbligazioni. A beneficiare di questa possibilità, soprattutto in questi anni di *credit crunch* bancario, sono state soprattutto le PMI. «Da un punto di vista civilistico si tratta di una delle principali novità, introdotte dal Decreto Sviluppo, in quanto elimina il vincolo legale che impediva alle imprese non quotate di finanziarsi per ammontari atti a finanziare progetti significativi di crescita. Un'altra caratteristica degli strumenti in esame consiste nell'aver previsto una scadenza uguale o superiore a trentasei mesi. Ciò consente, da un lato, un allungamento della durata media delle fonti di finanziamento dell'impresa emittente e, dall'altro, una maggiore coerenza tra la vita economica dell'investimento e la durata del finanziamento, con miglioramento del margine di struttura, ossia della solidità patrimoniale, previo legame di coerenza tra il grado di rigidità dell'attivo e l'esigibilità

che nel 2017 la raccolta totale è stata pari a 5,5 miliardi di euro (rispetto ai 3,5 miliardi del 2016) di cui 1,4 miliardi di euro raccolto proprio dalle PMI<sup>96</sup>.

Ancora più interessante ed efficace è stata l'iniziativa fiscale adottata dal legislatore in tema di **Piani Individuali di Risparmio (PIR)** dedicati alle PMI ed introdotti in Italia con la Legge di Bilancio del 2017 (L. 232/2016)<sup>97</sup> sulla falsariga di analoghe esperienze già adottate in diversi Paesi europei ed in particolare di quella del Regno Unito<sup>98</sup>.

Attraverso i PIR (che possono assumere indifferentemente la veste giuridica degli OICR, della gestione patrimoniale, del contratto di assicurazione o semplicemente del deposito titoli) i risparmiatori (persone fisiche) che indirizzano le loro risorse verso strumenti finanziari di imprese industriali e commerciali italiane ed europee radicate nel territorio italiano, beneficiano della completa esenzione dalle imposte sui proventi derivanti da tali investimenti<sup>99</sup>. I PIR sono inoltre esentati anche dall'imposta di successione in caso di trasferimento *mortis causa* degli strumenti detenuti nel piano di investimento<sup>100</sup>.

Per potere beneficiare di tale esenzione occorre rispettare alcuni vincoli di investimento così riassumibili:

- a) un ammontare pari almeno al 70% del valore complessivo degli strumenti finanziari detenuti nel PIR deve essere investito in strumenti finanziari (obbligazioni o azioni, sia quotati sia non quotati nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione) emessi da imprese residenti in Italia, o in Stati

*del passivo», cfr. Arlotta et al. (2014), La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Milano, p. 45. Nel febbraio 2013, Borsa Italiana ha istituito un nuovo MTF, l'ExtraMOT PRO, come segmento professionale del mercato ExtraMOT, in cui possono essere quotati anche i mini-bond, v. infra Parte Terza.*

96 Dati contenuti nel 4° Report italiano sui Mini-Bond del febbraio 2018 dell'Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano.

97 L'obiettivo del provvedimento è canalizzare il risparmio delle famiglie verso investimenti produttivi di lungo termine, favorendo in questo modo la crescita del sistema imprenditoriale italiano. Attraverso questi strumenti, i risparmiatori persone fisiche che indirizzano le loro risorse verso strumenti finanziari di imprese industriali e commerciali italiane ed europee radicate nel territorio italiano, beneficiano di un consistente incentivo fiscale, ossia la completa esenzione dalle imposte sui proventi derivanti da tali investimenti. Sono esclusi dall'agevolazione i redditi derivanti dal possesso di partecipazioni qualificate e, più in generale, quelli che concorrono a formare il reddito complessivo dell'investitore.

98 Nel Regno Unito il Finance Act del 1995 ha previsto la costituzione di fondi aperti (Venture Capital Trust) che raccolgono risorse finanziarie da soggetti *retail* (risparmiatori) investendoli in imprese small cap quotate e non. Per favorire lo sviluppo di tali imprese sono stati riconosciuti incentivi fiscali. In Francia sono previsti sgravi fiscali a favore degli investimenti privati nelle PMI (gli incentivi riguardano sia l'imposta patrimoniale sia quella sul reddito).

99 Sono però esclusi dall'agevolazione i redditi derivanti dal possesso di partecipazioni qualificate e, più in generale, quelli che concorrono a formare il reddito complessivo dell'investitore.

100 I PIR devono rispettare dei vincoli di investimento che prevedono un investimento minimo del 70% in strumenti finanziari (azioni, obbligazioni di aziende italiane sia quotate che non quotate nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione) emessi da aziende italiane. Di questo 70%, almeno il 30% (quindi il 21% del totale) deve essere investito in strumenti finanziari emessi da imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB di Borsa Italiana, quindi su aziende a media capitalizzazione (ad esempio quelle quotate sul FTSE Italia Mid Cap oppure lo STAR).

membri dell'UE o in Stati aderenti allo Spazio Economico Europeo (SEE) aventi stabile organizzazione in Italia<sup>101</sup>;

- b) il patrimonio del PIR non può essere investito per una quota superiore al 10% del suo valore complessivo in strumenti finanziari emessi da uno stesso emittente o da altra società appartenente al medesimo gruppo o in depositi e conti correnti;
- c) gli strumenti finanziari devono essere detenuti per almeno a 5 anni
- d) il limite annuale massimo di investimento è pari a 30.000 euro entro un limite complessivo pluriennale di 150.000 euro<sup>102</sup>.

In caso di mancato rispetto del limite temporale dei 5 anni o dei limiti alla diversificazione e concentrazione degli investimenti sono dovute le ordinarie imposte sui redditi medio tempore percepiti dall'investitore, aumentate degli interessi.

Questa (peraltro banale) iniziativa legislativa fiscale ha consentito per la prima volta in Italia lo sviluppo di un mercato alternativo dei capitali dedicato alle PMI. Essa ha avuto il merito di aumentare il numero e la dimensione media di IPO delle *small caps*, migliorando la liquidità e la *performance* delle società italiane quotate sull'AIM. Tali incentivi fiscali - utilizzati dal legislatore come strumento di creazione di spazio economico per modificare il costo del capitale per l'investitore in capitale di rischio e quindi in grado di sostenere la relativa domanda di investimento - hanno migliorato la propensione delle nostre società piccole e medie a valutare l'apertura ai capitali esterni.

Prima dell'introduzione dei PIR il mercato AIM Italia era sostanzialmente rimasto fuori dal campo di azione degli investitori istituzionali<sup>103</sup>, mentre nel corso del 2017 ha fatto registrare ben 24 nuove IPO<sup>104</sup> con un raddoppio della capitalizzazione totale<sup>105</sup>. Tale trend si sta confermando anche nel corso del 2018 in quanto le società quotate, a fine novembre 2018, sono divenute 112 società e la capitalizzazione complessiva ha superato la cifra di 7 miliardi di euro.

Si consideri a tale riguardo che in precedenza - ossia nel corso degli ultimi quarant'anni - numerosi erano stati i tentativi di fare decollare in Italia mercati alternativi di capitale dedicati alle PMI: il Mercato Ristretto nel 1997<sup>106</sup>, il Nuovo

101 Di questo 70% del valore complessivo degli strumenti finanziari almeno il 30% deve essere investito in strumenti finanziari emessi da imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB di Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati.

102 Il mancato rispetto del limite temporale di possesso per 5 anni o dei limiti relativo alla diversificazione degli investimenti comporta il pagamento delle ordinarie imposte sui redditi medio tempore percepiti dall'investitore, aumentate degli interessi.

103 EQUITA, *PIR Products*, September 2017, p. 1: «According to our estimates, PIR funds invested € 2.65 bn in Italian equities, of which € 930 mn in mid-small caps. Since PIR funds were first launched, the absolute performance of Italian mid-small caps has reached 33%».

104 Nel 2016 erano state 11 e nel 2015 22.

105 ASSOGESTIONI, Mappa trimestrale del risparmio gestito - 4° trim. 2017, 22 febbraio 2018.

106 Il Mercato Ristretto - concepito quale anticamera di acclimatamento al listino principale per le società che per la prima volta si affacciavano in borsa - fu istituito con la legge n. 49 del 23 febbraio 1977, rubricata "*Norme per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale nelle borse valori*", G.U. del 3 marzo 1977 n. 60 attuata

Mercato nel 1999<sup>107</sup>, il Mercato Expandi nel 2003<sup>108</sup>, il Mercato Alternativo dei Capitali (MAC) nel 2007<sup>109</sup> e l'Alternative Investment Market Italia (AIM Italia) nel 2008.

Tutte queste esperienze non avevano avuto successo a causa di problematiche sempre ricorrenti: scarsa liquidità, basso flottante, ridotta diversificazione di settori di titoli negoziati e numero limitato di società in essi quotate<sup>110</sup>.

dalla Consob con Delibera n. 233 del 24 giugno 1977. L'esperienza del Mercato portò, dopo una fase iniziale di crescita, alla forte riduzione delle società in esso quotate sino al punto che rimasero essenzialmente le sole banche popolari. Per questo motivo la Consob dovette intervenire con numerose modifiche al regolamento del Mercato Ristretto, per tentare di contrastare le criticità emerse nell'operatività dello stesso, alcune delle quali mirate: (i) ad abbassare le barriere all'entrata e incentivare la quotazione, attraverso una riduzione della soglia minima di flottante e una semplificazione delle procedure di ammissione (Delibera Consob n. 2725 del 19 febbraio 1987); (ii) ad introdurre maggiori regole di controllo sulle società, attraverso la previsione della certificazione obbligatoria del bilancio da parte di una società di revisione, ed una maggiore trasparenza informativa nei confronti del mercato, attraverso l'assimilazione del prospetto da presentare per l'ammissione al Mercato Ristretto a quello pubblicato in occasione della ammissione a quotazione ufficiale sulle borse valori (Delibera Consob n. 4808 del 24 luglio 1990); (iii) al rafforzamento degli obblighi informativi nei confronti dell'Autorità di vigilanza, con l'introduzione dell'obbligo di comunicazione immediata delle operazioni di maggiore rilevanza (Delibera n. 4810 del 24 luglio 1990). Sul punto si veda anche CONSOB, *Relazione per l'anno 1987*, Roma, p. 15 ss.

- 107 Mercato specificatamente dedicato alle PMI high growth, che si contraddistingueva per i requisiti di accesso alquanto ridotti. Esso, nel 2005, fu ridenominato MTAX e ridisegnato sul modello del listino principale MTA (a cui fu accorpato l'anno successivo) introducendo altresì una nuova e più alta soglia minima di capitalizzazione (40 milioni di euro). Sul mercato MTAX venivano negoziate, tra l'altro, azioni ordinarie di emittenti nazionali ed esteri ad alto potenziale di sviluppo. Il mercato era articolato in due comparti: l'MTAX, le cui modalità di negoziazione rispecchiavano quelle dell'MTA (ossia, asta di apertura, negoziazione continua e asta di chiusura); il Mercato "after hours" (TAHX), le cui modalità di negoziazione si svolgevano, con l'esclusione della negoziazione continua).
- 108 L'Expandi voleva essere la risposta italiana ai mercati secondari concorrenti costituiti in altri Paesi europei (come l'AIM inglese, il Second Marché francese e il Geregelter tedesco), ma anche questa esperienza si rivelò poco fortunata e nel 2009 - in concomitanza del progetto di accordo tra Borsa Italiana e il *London Stock Exchange* - il mercato venne assorbito dal listino principale (MTA). Scopo principale del Mercato Expandi fu quello di «*attirare verso il listino aziende di minori dimensioni, rendendo meno onerose e complesse le procedure di quotazione, costituendo il naturale sbocco per gli investimenti di fondi di private equity*» (così FOSCHINI (2003), *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, p. 122). Per approfondimenti si rinvia a L. Parrini, *Il mercato Expandi*, Milano, 2006.
- 109 Il MAC fu istituito per iniziativa della Pro Mac S.p.A., società partecipata dai più importanti gruppi bancari italiani e da associazioni di categoria. Riservato ad investitori professionali (caratteristica che giustificava anche la presenza di obblighi informativi estremamente ridotti) e fondato su requisiti d'accesso semplificati, il MAC dal 2010, in seguito all'acquisizione del 94,4% di Pro Mac S.p.A. da parte di Borsa Italiana, venne gestito direttamente da quest'ultima. Nel 2012 il MAC venne fatto confluire nell'Alternative Investment Market Italia (AIM Italia) già istituito sin dal 2008 e anch'esso dedicato alle PMI e gestito da Borsa Italiana. Per approfondimenti si vedano: J. Floreani, M. Polato, *Quotazione in Borsa e negoziazioni a contanti di strumenti finanziari azionari: profili operativi e regolamentari*, Torino, 2012, p.127 e F. Bencini, M. Mancaruso, M. Mangiarotti, *Il mercato alternativo del capitale dalla normativa all'operatività*, in *Contabilità, finanza e controllo*, 2017, 12, p. 1012 ss.
- 110 Nella loro storia tutte queste piattaforme di negoziazione avevano evidenziato una prima fase caratterizzata da un certo interesse da parte degli investitori, con scambi elevati sui titoli in esse negoziati, accompagnati da ritorni positivi sul grado di liquidità del mercato. Successivamente però non è mai stato possibile mantenere un livello di liquidità idoneo ad assicurare una corretta operatività del mercato, con conseguenti effetti negativi sul processo di *pricing* e, quindi, di appropriata valutazione degli emittenti che vi operavano. Inoltre, i limitati risultati raggiunti in termini di numero di società ammesse a quotazione avevano evidenziato come le innovazioni e i miglioramenti apportati a livello di autoregolamentazione dei mercati, per quanto in molti casi tecnicamente efficienti e virtuose ed ispirate anche a modelli già esistenti in altri Paesi europei, non fossero mai stati di per loro sufficienti a dare un impulso positivo alla crescita dei mercati stessi.

## 6 L'esperienza di Elite e Più Borsa e il ruolo di Cassa Depositi e Prestiti

Nell'ambito delle attività nazionali funzionali a dare stimolo alla crescita delle PMI vanno menzionate anche due ulteriori iniziative: il *Progetto Elite* di Borsa Italiana S.p.a. e *PiùBorsa* di Consob.

Con il Progetto Elite Borsa Italiana ha dato vita nel 2012 (con la collaborazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, Cassa Depositi e Prestiti, Confindustria, ABI, Università Bocconi e London Stock Exchange) ad una piattaforma di servizi integrati con l'obiettivo di supportare, promuovere lo sviluppo organizzativo e manageriale delle PMI, conoscere i mercati internazionali e gli investitori<sup>111</sup>. (Dal 2014 il progetto è stato esportato anche al London Stock Exchange Group, società che controlla al 100% Borsa Italiana.)

Il Progetto Elite prevede una prima fase di ricerca e selezione delle migliori imprese italiane potenzialmente quotabili attraverso una attività di *scouting* e di *education* per poi mettere loro a disposizione competenze industriali, finanziarie e organizzative al fine di consentire alle stesse di accedere con maggiore successo ai mercati internazionali e a numerose fonti di finanziamento (sistema bancario, *private equity*, borsa, *private debt*, emissione di bond, ecc.). Il percorso Elite dura più di due anni ed è diviso in una prima fase (di *training*) finalizzata ad allinearne l'organizzazione delle società agli obiettivi di sviluppo e cambiamento e valutare eventuali fonti di finanziamento ed una seconda fase (di *coaching*) durante la quale l'impresa viene guidata nell'implementazione di tutti i cambiamenti necessari per sviluppare meglio il proprio progetto di crescita.

L'accompagnamento alla quotazione avviene anche tramite una simulazione di IPO (ossia di offerta delle proprie azioni sul mercato) e di formazione sugli impegni post-quotazione grazie anche all'attività di *tutorship* fornita da una società già quotata.

Anche la Consob si è fatta carico in passato di promuovere un progetto – dal nome *Più Borsa* – volto a definire un percorso per il finanziamento delle piccole e medie imprese focalizzato essenzialmente alla loro crescita dimensionale e a consentire alle stesse di evitare il ricorso al tradizionale canale bancario di finanziamento e maggiormente vocato al finanziamento tramite fondi di *private equity*.

Il Progetto quinquennale ha preso le mosse dalla sottoscrizione di un *Memorandum of Understanding* firmato il 25 marzo 2013 insieme a diversi importanti attori del mercato finanziario italiano: Borsa Italiana, Abi, Aifi, Assirevi, Assogestioni, Assosim, Confindustria, il Fondo Italiano d'Investimento e il Fondo Strategico Italiano.

111 Al fine di poter sottoporre la domanda di adesione ad Elite, la società potenzialmente interessata deve tassativamente essere in possesso di taluni requisiti: (i) fatturato superiore a 10 milioni di euro (oppure 5 milioni di euro e una crescita nell'ultimo esercizio maggiore al 5%); (ii) risultato operativo superiore al 5% del fatturato; (iii) ultimo bilancio regolarmente approvato in utile d'esercizio. L'eccezione a questi parametri è prevista solo nel caso in cui la società aspirante al progetto fosse partecipata da un fondo di *private equity* che abbia effettuato un investimento in capitale di sviluppo negli ultimi 18 mesi. In questa eventualità, Borsa Italiana potrà garantire l'accesso al servizio Elite pur in assenza dei requisiti economici sopra elencati.

L'idea è stata quella di sviluppare a vantaggio di imprese di media dimensione<sup>112</sup> una serie di attività (spesso collegate al progetto Elite) di *education* (con moduli didattici gestiti anche dalla Consob) e *scouting* e di servizi di consulenza ed assistenza durante il processo di *listing*, nonché di redigere linee guida operative di ausilio agli operatori nella redazione dei prospetti, la predisposizione – unitamente a Borsa Italiana ed agli altri aderenti al programma – di una guida operativa che renda di più immediata comprensione il panorama degli adempimenti post IPO e, infine, lo sviluppo dell'*asset management* dedicato alle PMI.

A sua volta la Cassa Depositi e Prestiti (CDP) negli ultimi anni ha progressivamente ampliato il proprio ruolo a sostegno dell'economia italiana andando oltre quella che era la sua tradizionale funzione di finanziatore degli Enti Locali<sup>113</sup>. CDP ha introdotto nuovi strumenti d'intervento nel settore privato, sia in debito sia in *equity*, per far fronte alla generale scarsità di risorse finanziarie pubbliche e private. L'obiettivo di questa nuova operatività è quello di mitigare alcune debolezze del tessuto produttivo italiano che è caratterizzato da imprese mediamente poco capitalizzate con difficoltà di accesso al credito, prevalentemente di piccola dimensione, con scarsa propensione all'innovazione.

Sul fronte degli strumenti di debito, CDP mira a sostenere l'investimento in opere infrastrutturali o reti di interesse economico generale attraverso il finanziamento diretto anche nella forma di finanza di progetto.

A partire dal 2009, inoltre, CDP ha avviato una specifica provvista di finanziamento rivolta alle PMI (Plafond PMI) attraverso il canale bancario con una dotazione di 16 miliardi di euro, quasi totalmente impiegati, e circa 100 mila aziende finanziate. Recentemente, con l'avvio della "Piattaforma Imprese", che ha una dotazione di 5 miliardi di euro, CDP ha ampliato la gamma di strumenti per le imprese con quattro nuovi fondi: due plafond per il finanziamento, sempre attraverso il canale bancario, degli investimenti delle PMI e delle MID-Cap, un fondo per il potenziamento dei progetti di rete d'impresa (Plafond Reti PMI) e il Plafond Esportazione (fondo per copertura di operazioni di *post-financing* legate all'*export*).

Sul fronte dell'*equity*, CDP ha, inoltre, avviato nel corso degli ultimi anni due fondi, il Fondo Italiano d'Investimento (FII) e il Fondo Strategico Italiano (FSI), con l'obiettivo di intervenire direttamente nel capitale sociale delle imprese rafforzando la loro posizione anche nella prospettiva di aumentare o far nascere una specifica vocazione internazionale.

In particolare il Fondo Italiano d'investimento (FII), istituito nel 2010 insieme ad alcune delle principali banche italiane, è un fondo *equity* rivolto alle PMI,

112 Si tratta delle seguenti imprese:

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

113 La parte di questo paragrafo dedicata a CD riprende largamente quanto contenuto in Cassa Depositi e Prestiti, Crescere per Competere. Il caso del Fondo Strategico Italiano, Quaderno n. 1, marzo 2015, in part. p. 18 e 19.



che ha l'obiettivo di rafforzare la capitalizzazione delle imprese ad alto potenziale, favorendo al tempo stesso la loro crescita dimensionale, al fine di creare nel medio termine un nucleo consistente di "medi campioni nazionali" sufficientemente patrimonializzato e in grado di affrontare le sfide della competitività internazionale. Il Fondo effettua investimenti sia diretti, per sostenerne i programmi di sviluppo di imprese con fatturato indicativamente compreso tra i 10 e i 250 milioni di euro, sia indiretti, attraverso fondi o società di investimento.

Invece il **Fondo Strategico Italiano (FSI)**, lanciato nel 2011 con un capitale di 4,4 miliardi di euro, ha l'obiettivo specifico di sostenere la crescita e l'evoluzione delle imprese nei settori considerati strategici per il nostro sistema economico, attraverso l'apporto di risorse finanziarie in forma di nuovo capitale di rischio. FSI può essere considerato uno strumento moderno di politica industriale, che mette a disposizione "capitale paziente", con un orizzonte d'investimento più lungo rispetto a quello di gestori di *private equity* tradizionali, attraendo risorse finanziarie private, anche estere, da investire per lo sviluppo del tessuto imprenditoriale.

In pochi anni FSI è riuscito ad accrescere l'attrattività del nostro sistema produttivo, diventando il principale veicolo attraverso cui convogliare investimenti esteri in Italia. Al tempo stesso, FSI sta favorendo lo sviluppo internazionale delle imprese grazie al rafforzamento dei piani di sviluppo all'estero e al coinvolgimento di partner strategici internazionali.

## 7 L'esigenza di una politica industriale orizzontale per il futuro

Nonostante le menzionate importanti iniziative nazionali e nonostante il fatto che, come visto in precedenza, la quotazione crei indubbiamente maggiori opportunità di crescita per le imprese, ancora oggi molte imprese di dimensioni ridotte e con scarso capitale continuano a rimandare l'accesso al mercato. Il peso regolamentare degli obblighi di *compliance* e la leva fiscale, sotto certi aspetti, ancora scarsa sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta, vengono *percepiti* tuttora come i principali ostacoli per la quotazione delle PMI<sup>114</sup>, che si trovano a sopportare costi maggiori (a fronte di oneri simili) rispetto alle grandi imprese quotate.

Al fine di consolidare la tendenza positiva verso la crescita occorrerebbe, come evidenziato da più parti (e come diremo meglio nel prosieguo del lavoro), un approccio *bottom-up* che persegua un disegno sistematico sia per l'adozione di ulteriori iniziative di semplificazione delle barriere normativo-regolamentari<sup>115</sup> alla

114 S. Caselli, C. Chiarella, S. Gatti, G. Gigante, *Why do italian companies go public? An empirical analysis of the period 2006-2016*, Baffi-Carefin, Milano 2018; L. Giordano, M. Modena, 2017, *cit.*

115 V. amplius Parte Seconda in questo lavoro.

quotazione che di incentivi fiscali<sup>116</sup>, al fine di sostenere e sviluppare sia la domanda che l'offerta di azioni di PMI all'interno di un ecosistema virtuoso<sup>117</sup>.

Ad oggi infatti, sebbene i volumi dell'AIM Italia siano notevolmente aumentati nel corso degli ultimi anni, tale mercato si distanzia ancora da altri MTF europei dedicati alle PMI. Analizzando i dati di fine 2017 risulta che l'AIM UK (parte del *London Stock Exchange Group* come l'AIM Italia) conta quasi 1.000 società quotate e una capitalizzazione di mercato di circa 106 miliardi di sterline; l'*Euronext Growth* (borse di Parigi, Bruxelles, Lisbona)<sup>118</sup> conta circa 200 società con una capitalizzazione di mercato di oltre 12 miliardi di euro; il *First North Alternative Market* (gestito da diversi operatori all'interno del Nasdaq e che raggruppa le borse dei Paesi nord-europei) conta 323 società, con una capitalizzazione di circa 14 miliardi di euro. Invece, il mercato spagnolo dedicato alle PMI (MAB Expansión) conta 41 società quotate e una capitalizzazione di circa 1,7 miliardi di euro; sul New Connect (borsa di Varsavia) sono quotate 408 società che capitalizzano circa 2,3 miliardi di euro; infine, il segmento della borsa tedesca dedicata alle PMI (Scale, già Entry Standard<sup>119</sup>) conta 48 società quotate, ma una capitalizzazione che supera i 6 miliardi di euro.

gestore del mercato	trading venue	numero società	capitalizzazione (€/ml)
Borsa Italiana	AIM Italia	95	5.578,9
London Stock Exchange	AIM UK	960	106.340,3*
BME (Spanish Exchanges)	MAB Expansión	41	1.734,7
Deutsche Börse	Scale	48	6.631,2
Euronext	Euronext Growth	196	12.754,0
	Euronext Access/Access+	212	12.465,0
NASDAQ Nordics Et Baltics	First North Alternative Market	323	14.105,0
Warsaw Stock Exchange	NewConnect	408	2.305,4

Fonte: FESE e borse nazionali. Dati al dicembre 2017. \* Valori espressi in milioni di sterline.

Più in generale, nonostante i numerosi provvedimenti di incentivi alla quotazione e all'apertura del capitale, il listino italiano rimane ancora poco rappresentativo della realtà produttiva ed industriale del Paese e le dimensioni complessive del nostro mercato azionario sono ampiamente inferiori a quelle dei mercati dei principali Paesi europei.

Un dato importante che consente di cogliere chiaramente il differenziale di sviluppo del mercato dei capitali è quello relativo al rapporto tra capitalizzazione di

116 V. *amplius* Parte Quarta in questo lavoro.

117 In questi termini Progetto Più Borsa, 2013, *cit.*, p. 24.

118 Euronext Growth è un MTF paneuropeo che ha cambiato la propria denominazione nel 2017 dalla precedente Alternext.

119 Il segmento Scale di Deutsche Börse (MR) viene considerato in quanto evoluzione del precedente MTF Entry Standard (dal 2017).

borsa e PIL. Con riferimento al 2014, questo rapporto assume un valore pari al 106,5% nel Regno Unito, 73,7% in Francia e solo il 27,5% in Italia<sup>120</sup>.

Come è stato detto quello che appare mancare in Italia non sono tanto gli strumenti a disposizione, quanto "una regia intelligente e pragmatica di questo intervento, un progetto che renda tutto questo sistema chiaro, trasparente ed orientato al servizio delle imprese e della crescita"<sup>121</sup>.

Occorre pertanto costruire una visione comune ed individuare coerenti strategie di sostegno alle PMI e pensare ad una efficiente filiera di interventi anche nel nostro Paese<sup>122</sup>.

Seppur il raggio di azione di una politica industriale orizzontale sia vastissimo – potendo ricomprendere tutti gli indicatori rilevati dall'indagine annuale *Ease of Doing Business* della Banca Mondiale – non c'è dubbio che l'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI e la riduzione degli oneri regolamentari ed amministrativi rappresentino temi cruciali per lo sviluppo e la competitività dell'industria italiana.

## 8 Mercati finanziari e sistema degli incentivi fiscali: uno schema di riferimento

Con riferimento all'assetto delle regole e di sistema si osserva che il ruolo delle regole appare sempre trascurato da banche e imprese mentre un buon assetto di esse, soprattutto fiscali, potrebbe rendere più fluido ed efficace il sistema di scambio fra soggetti finanziatori e soggetti finanziati.

In questa prospettiva, banche e imprese dovrebbero sviluppare un'azione coordinata di "voice" e di *lobbying* per proporre un'agenda ragionata di interventi fiscali e normativi tali da generare importanti ricadute per il consolidamento delle aree di finanziamento delle imprese differenti dal credito bancario: il tema del costo del capitale (con incentivi strutturali e permanenti alla capitalizzazione), l'incentivo selettivo al *going public* (privilegiando nettamente le OPS rispetto alle OPV) per l'accesso all'AIM, il sostegno ai *business angels* e ai *donors* per lo sviluppo di start-up e la facilitazione all'intervento di investitori istituzionali nelle crisi e fallimenti possono rappresentare un asse portante di interventi che, compatibilmente con il vincolo di bilancio della finanza pubblica, sosterebbero il rapporto fra imprese e sistema finanziario.

Il dibattito sul tema della capitalizzazione delle banche è infatti costantemente al centro dell'interesse da molto tempo mentre la stessa intensità di dibattito e

120 L. Giordano, M. Modena, *op. cit.*, pp. 5-6.

121 A. Bianchi e G. Mele, Una possibile visione per la politica industriale italiana, in *Una nuova politica industriale in Italia. Investimenti, innovazione, trasferimento tecnologico* (a cura di Onida e Viesti), Firenze, 2016, p. 89.

122 Sul tema si vedano: Caselli S., Chiarella C., Gatti S., Gigante G., *Benchmarking the UK Market: A way to create an effective capital market in Italy?*, Baffi Carefin, Milano, 2016; id., *The Capital Markets for Italian Companies: A Resource to Relaunch the Country and the Renew Growth*, Baffi Carefin, Milano, 2013; Stefanelli M.A., *Il riconoscimento normativo delle piccole e medie imprese. Regole e realtà produttiva*, Padova, 2011.

la stessa attenzione non sono emerse con riferimento ad un tema altrettanto importante quale quello della capitalizzazione del sistema industriale. Eppure, la determinazione di un corretto livello di capitale di rischio, così come avviene per le banche, permette alle imprese stesse di fronteggiare al meglio rischi, incertezze e crisi e, nello stesso tempo, genera un beneficio di ritorno sul sistema finanziario ed innesca un ciclo virtuoso in quanto aziende più capitalizzate conducono all'assegnazione di migliori *rating* e quindi ad una maggiore disponibilità di credito complessiva.

Le ragioni dell'assenza di tale dibattito, soprattutto all'interno del contesto italiano, hanno peraltro radici molto profonde.

In termini complessivi, l'assetto delle regole fiscali rappresenta il naturale complemento per il disegno di una catena del valore completa e riequilibrata a favore delle forme ad oggi sottoutilizzate ma decisive quali il mercato di borsa e dei capitali più in generale.

Con riferimento alle tematiche fiscali collegate all'investimento in *equity*, occorre ricordare che la traiettoria seguita dai paesi anglosassoni rappresenta un ottimo esempio di un corretto e virtuoso utilizzo di scelte pubbliche in un contesto privato a sostegno delle PMI. In altri termini, i due mercati *equity* più sviluppati (ossia US e UK) da sempre incentivano in maniera forte e strutturale l'intera "catena del valore" che collega *equity investor* (sia private *equity investor* che investitori *retail* e *business angels*) a processo di quotazione e a permanenza nel listino.

Sulla base di queste esperienze, ai fini degli incentivi fiscali da introdurre (o da sistematizzare e razionalizzare) in Italia, le proposte possibili devono mirare a definire in maniera chiara i vari stadi di tale "catena del valore" e a individuare i soggetti coinvolti e interessabili ad un incentivo fiscale: deve quindi essere chiaro lo schema di riferimento che guidi le proposte, l'azione di *benchmarking* con altri sistemi paese e l'analisi di impatto in termini di spesa e di benefici attesi. In entrambi i casi, il criterio generale sottostante al disegno degli incentivi è basato su: il sostegno ai passaggi/snodi critici che possono attrarre e moltiplicare il numero delle aziende e degli imprenditori interessati ad un processo di quotazione; il supporto alle quotazioni di natura virtuosa, in quanto basate esclusivamente o prevalentemente (nel caso di uscita di un fondo di *private equity*) sul meccanismo dell'OPS; la generazione di vantaggi per gli investitori che si traducano il più possibile in benefici non solo privati ma generali per l'intero sistema.

Con riferimento agli stadi della catena del valore, è possibile identificare come fasi rilevanti oggetto di incentivazione le seguenti: i) pre-quotazione; ii) quotazione; iii) *grace period* post IPO; iv) quotazione *post grace period*.

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

Con riferimento alla tipologia di investitori, è opportuno distinguere sempre nella prospettiva dell'incentivazione:

- i) fondi di *private equity* e altri intermediari finanziari *equity investor* (banche, *merchant banks*, intermediari creditizi non bancari ex art. 107 TUB)
- ii) persone fisiche (ed, eventualmente, fondazioni) nella posizione sia di investitori che di proprietari/imprenditori
- iii) investitori istituzionali.

Nello specifico, gli *equity investor* vengono separati dagli investitori istituzionali in quanto agiscono in fasi differenti della catena del valore: mentre i primi agiscono a "monte", ossia agiscono nella direzione di svolgere una funzione di "*bridge*" nei confronti della borsa e per tale motivo devono essere incentivati, i secondi agiscono a "valle" ossia nell'ambito dell'attività di *trading* dei titoli delle società quotate e per tale ragione devono essere al loro volta incentivati. Inoltre, nella classificazione suddetta non vengono citate *holding* finanziarie e altri soggetti il cui reddito è d'impresa in quanto già incentivati attraverso il meccanismo della *Participation Exemption* (PEX) in vigore da un ventennio. Le persone fisiche da ultimo si trovano in una posizione intermedia rispetto agli *equity investor* e agli investitori istituzionali in quanto possono, nei fatti, ricoprire sia la funzione di soggetti che agiscono a "monte" del processo di avvicinamento al mercato sia a "valle" attraverso l'attività di *trading*, per cui le forme di incentivazione devono essere il più possibile coerenti con tale distinzione.

Sul versante delle persone fisiche occorre infine tenere conto del coinvolgimento delle persone fisiche all'interno dell'azienda, distinguendo gli investitori dai proprietari/imprenditori. In questo caso, i criteri utilizzati per distinguere una partecipazione qualificata da una non qualificata, i concetti di controllo/collegamento/influenza notevole ai sensi dell'art. 2359 c.c., la valutazione degli effetti legati ai "patti di sindacato" e l'analisi dell'attività svolta dai soggetti detentori delle partecipazioni, potrebbero essere elementi efficaci per identificare la categoria dei proprietari distinguendola da quella dei meri investitori.

Sulla base di queste categorie, è possibile identificare l'insieme delle aree di impatto di possibile incentivazione da disegnare (o ri-disegnare) sia per l'azienda interessata al processo di IPO che per gli investitori, in corrispondenza delle differenti fasi della catena del valore. La tabella seguente illustra la logica complessiva delle aree di incentivo da definire:

stadi	investitori			azienda
	equity investor	persone fisiche "investitori"	persone fisiche "proprietari" investitori istituzionali	
Pre quotazione				
Quotazione				
Grace period				
Status di quotata				

Di seguito vengono definiti i meccanismi di incentivo in corrispondenza delle differenti fasi, tenuto conto della normativa ad oggi vigente per investitori (ossia la tassazione su dividendi e *capital gain*) e per imprese (ossia il meccanismo dell'ACE e i meccanismi di deducibilità dei costi).

#### a) Fase di pre-quotazione

La fase di pre-quotazione viene specificamente identificata con l'obiettivo di disegnare un incentivo fiscale in capo all'azienda, in quanto gli investitori riceveranno in prevalenza benefici sotto il profilo dell'*exit* nelle fasi successive piuttosto che nell'incentivo al *trading* in fasi specifiche (ad esempio, durante il *grace period*).

Con riferimento all'azienda l'incentivo configurabile è riferito ad un potenziamento dell'ACE per le imprese che entrano in un processo di pre-quotazione. Nell'applicazione di tale incentivo, occorre definire con chiarezza ai fini fiscali il concetto di pre-quotazione: ferma restando la sincronizzazione con tutte le possibili proposte regolamentari, può essere suggerita un'ipotesi coraggiosa per cui la conclusione del percorso Elite renda le aziende "*eligible*" per tale incentivo definendone una durata di beneficio (ad esempio, può essere ragionevolmente fissata in due anni). In ogni caso, qualunque sia la definizione di pre-quotazione, l'incentivo viene meno nel caso in cui l'azienda non giunga all'IPO, fatto salvo il beneficio *pro tempore* ricevuto.

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

Le tipologie di investitori da incentivare sono due: gli *equity investor* e le persone fisiche (cui aggiungere, eventualmente, le fondazioni). Questa soluzione permetterebbe di raggiungere più obiettivi contemporaneamente: fornire un sostegno all'attività di *angel investor*, rendere più conveniente l'investimento in società non quotate, ridurre i comportamenti opportunistici dei finanziatori in capitale di rischio.

La normativa americana relativa alle QSBS (*Qualified Small Business Stocks*) può essere una corretta fonte di ispirazione per cui potrebbe essere introdotto un meccanismo di detassazione integrale del *capital gain* ai fini delle imposte qualora l'importo guadagnato (*capital gain*) venga integralmente reinvestito in titoli di altre aziende non quotate entro una certa scadenza<sup>123</sup>.

<sup>123</sup> Per evitare forme elusive, il meccanismo potrebbe essere definito nella maniera seguente al fine di circoscriverlo a coloro che agiscono come meri investitori e non come proprietari/imprenditori. Tipologia di investitore: *equity investor* o persona fisica o fondazione; forma di investimento: azioni e quote di società a responsabilità limitata; limiti all'investimento che devono essere soddisfatti congiuntamente tra loro: partecipazioni non qualificate, partecipazioni che non permettono il controllo/collegamento/influenza notevole ai sensi dell'art. 2359 c.c., partecipazioni che non sono riconducibili a "patti di sindacato", partecipazioni che non determinano alcuna attività amministrativa in capo ai soggetti detentori; limiti specifici dell'investitore: esclusi investitori parti correlate di azionisti della società e/o soggetti riconducibili allo stesso gruppo (o ai medesimi proprietari); limiti temporali: i *capital gain* ottenuti devono essere investiti in aziende non quotate entro due anni e le partecipazioni devono essere detenute da almeno 12 mesi ininterrottamente (come per la PEX); oggetto del beneficio: i *capital gain* reinvestiti (totalmente o parzialmente) sono detassati integralmente (per la parte totalmente o parzialmente reinvestita).

In questa prospettiva, il legislatore italiano ha introdotto due strumenti che coprono, nella prospettiva degli investitori, tanto la fase precedente all'IPO che quella successiva: i PIR e gli incentivi all'investimento nelle *start-up* innovative.

Con riferimento ai PIR, con la Legge di Bilancio 2017, come già accennato, sono stati introdotti in Italia i Piani individuali di risparmio (PIR). L'obiettivo del provvedimento è canalizzare il risparmio delle famiglie verso investimenti produttivi di lungo termine, favorendo in questo modo la crescita del sistema imprenditoriale italiano.

Attraverso questi strumenti, i risparmiatori persone fisiche che indirizzano le loro risorse verso strumenti finanziari di imprese industriali e commerciali italiane ed europee radicate nel territorio italiano, beneficiano di un consistente incentivo fiscale, ossia la completa esenzione dalle imposte sui proventi derivanti da tali investimenti. Sono esclusi dall'agevolazione i redditi derivanti dal possesso di partecipazioni qualificate e, più in generale, quelli che concorrono a formare il reddito complessivo dell'investitore.

Si tratta di un sistema già ampiamente presente in Europa, che, in particolare, riprende la normativa britannica sugli investimenti in PMI, adattandola al contesto italiano e modificando alcuni aspetti essenziali, come la possibilità di deduzione delle perdite.

Rinviano al precedente paragrafo 5 per la disamina delle principali caratteristiche dei PIR, ci si limita qui ad osservare come essi possono essere considerati come "contenitori fiscali" che possono assumere qualsiasi forma tecnica (ad esempio, OICR, gestione patrimoniale, contratto di assicurazione, deposito titoli) all'interno della quale i risparmiatori possono collocare qualsiasi tipologia di strumento finanziario (azioni, obbligazioni, quote di OICR, contratti derivati) o somma di denaro, rispettando però determinati vincoli di investimento.

Con riferimento agli incentivi fiscali all'investimento nel capitale di rischio di *start-up* e PMI innovative, con la Legge di Bilancio 2017 per tutti gli investimenti effettuati direttamente o indirettamente (ossia per il tramite di OICR e altre società che vi investono prevalentemente) in *start-up* e PMI innovative è stata prevista per le persone fisiche una detrazione Irpef pari al 30% dell'investimento fino a un massimo di 1 milione di euro e per le persone giuridiche una deduzione dall'imponibile Ires del 30% dell'investimento fino a un massimo di 1,8 milioni di euro. La fruizione dell'incentivo è condizionata al mantenimento dell'investimento per almeno 3 anni. In particolare, il diritto all'agevolazione decade se, entro 3 anni dalla data in cui rileva l'investimento, si verifica una delle seguenti cause:

- a) la cessione, anche parziale, a titolo oneroso, delle partecipazioni ricevute in cambio degli investimenti, inclusi gli atti a titolo oneroso che importano costituzione o trasferimento di diritti reali di godimento e i conferimenti in società, nonché la cessione di diritti o titoli attraverso cui possono essere acquisite le predette partecipazioni o quote;



- b) la riduzione di capitale sociale nonché la ripartizione di riserve o altri fondi costituiti con sovrapprezzi di emissione delle azioni o quote delle start-up innovative o delle società che investono prevalentemente in start-up innovative e le cui quote non siano quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione;
- c) il recesso o l'esclusione degli investitori;
- d) la perdita, da parte della start up innovativa, di uno dei requisiti richiesti per la qualifica di start up innovativa.

Non costituiscono invece causa di decadenza la perdita dei requisiti dovuti al superamento delle soglie di valore della produzione annua o la quotazione su un sistema multilaterale di negoziazione.

#### *b) Fase di quotazione*

Il passaggio allo *status* di società quotata sancisce la chiusura della fase di pre-quotazione e sotto il profilo degli incentivi deve, da un lato, "premiare" l'azienda e, dall'altro, lato permettere agli investitori di acquisire un vantaggio per aver sostenuto il processo di IPO dell'azienda stessa. Parte dei vantaggi disegnati per la quotazione vengono poi estesi al *grace period* successivo. Peraltro, analizzando in maniera specifica il solo atto dell'IPO si possono enucleare una serie di meccanismi specifici.

Con riferimento all'azienda quotata, è possibile definire due specifiche forme di incentivazione.

Da un lato, con lo svolgimento dell'IPO, l'azienda manterrebbe il vantaggio dell'aliquota potenziata dell'ACE, usufruendone peraltro in maniera più forte per effetto dell'aumento di capitale realizzato in sede di IPO. E' comunque ipotizzabile, sempre durante l'IPO, un ulteriore premio sull'ACE, alzando l'aliquota oltre i limiti ad oggi in vigore, per le sole aziende che abbiano realizzato una OPS al 100% (al netto dell'eventuale *exit* dei fondi di *private equity* con l'obiettivo di sostenere le aziende capaci di proporre IPO attraenti e virtuose). A questo può essere aggiunto per "potenziare" il sostegno delle spese sostenute durante il processo di IPO, peraltro già integralmente deducibili, un credito di imposta (a fini IRES e IRAP, e quindi del 27,9%) sull'intero ammontare delle spese relative al processo di IPO, utilizzabile nei tre anni successivi a discrezione dell'impresa.

Su questo aspetto, la bozza di Legge di Bilancio 2018 contiene un incentivo a supporto della quotazione in borsa delle PMI. La legge di Bilancio 2018 introduce infatti un credito d'imposta a favore delle piccole e medie imprese che inizieranno una procedura di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione di uno Stato membro della UE o dello Spazio economico europeo. Il beneficio sarà valido nel triennio 2018-2020 e spetterà esclusivamente nel caso di ottenimento dell'ammissione alla quotazione. Il *bonus* sarà

utilizzabile esclusivamente in compensazione a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello in cui sarà ottenuta la quotazione<sup>124</sup>.

Il credito d'imposta sarà riconosciuto, fino a un importo massimo annuale di 500.000 per ogni PMI, nella misura del 50% dei costi di consulenza sostenuti per l'ammissione alla quotazione. Il credito d'imposta sarà utilizzabile esclusivamente in compensazione<sup>125</sup> a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello in cui è stata ottenuta la quotazione e dovrà essere indicato nella dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta di maturazione e nelle dichiarazioni dei redditi relative ai periodi d'imposta successivi fino a quello nel quale se ne conclude l'utilizzo<sup>126</sup>.

Con riferimento agli investitori, è invece efficace introdurre un meccanismo di detassazione integrale dei capital gain per tutti gli *equity investor* che realizzino l'*exit* in sede di IPO. Tale incentivo può essere esteso anche alle persone fisiche meri inventori (come individuate nella fase di pre-quotazione) che realizzino l'*exit* in sede di IPO. Tale ulteriore incentivo nei fatti costituirebbe un premio a coloro che hanno agito con la funzione di *angel investor* nei confronti di società non quotate.

### c) Fase di *grace period*

La fase di *grace period* (da ipotizzare su una durata di tre anni) dovrebbe permettere agli investitori che abbiano realizzato il loro ingresso prima della quotazione di ricevere un incentivo fiscale e dovrebbe altresì consentire all'azienda di stabilizzarsi e agli investitori istituzionali di iniziare a fare *trading* in maniera sostenuta (a condizione però che in sede legislativa vengano rimossi tutti i vincoli che oggi impediscono a tali soggetti di effettuare liberamente un'attività di trading nei confronti delle aziende quotate di minore dimensione).

124 In particolare, ai fini di tale legge sono considerate piccole imprese quelle che contestualmente hanno meno di 50 occupati e un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro. Sono medie imprese, invece, quelle che contestualmente hanno meno di 250 occupati e un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro. Le imprese che non rientrano nei parametri di cui sopra sono da considerarsi come grandi imprese e sono escluse quindi dal novero dei soggetti beneficiari del credito d'imposta.

125 Ai sensi dell'articolo 17 del D.Lgs. 9 luglio n. 241/1997 e successive modificazioni.

126 Il bonus non è soggetto né al limite di utilizzo annuale di 250.000 euro previsto dall'art. 1, comma 53, della legge Finanziaria 2008 (l. n. 244/2007), né al limite generale di compensazione pari a 700.000 euro annui, previsto dall'art. 34 della legge Finanziaria 2001 (l. n. 388/2000) e successive modificazioni. In merito alla rilevanza fiscale, la legge di Bilancio 2018 specifica che il credito d'imposta:

- non concorre alla formazione del reddito, né della base imponibile IRAP;
- non rileva ai fini della determinazione della quota di interessi passivi deducibile dal reddito di impresa ai sensi dell'articolo 61 del TUIR;
- non rileva ai fini della determinazione della quota di spese e altri componenti negativi diversi dagli interessi passivi, deducibile dal reddito di impresa ai sensi dell'articolo 109, comma 5, del TUIR.

Sotto il profilo attuativo, è demandato ad un decreto del Ministro dello Sviluppo Economico, di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze, da emanare entro 120 giorni dalla data di entrata in vigore della legge di Bilancio 2018, il compito di definire le modalità e i criteri di attuazione dell'agevolazione, con particolare riguardo all'individuazione delle procedure che danno accesso al beneficio, ai casi di esclusione, alle procedure di concessione e di utilizzo, alla documentazione richiesta, all'effettuazione dei controlli e delle revocche nonché alle modalità finalizzate ad assicurare il rispetto del limite di spesa sopra indicato.

Con riferimento agli investitori persone fisiche e agli *equity investor* che abbiano investito prima della quotazione deve essere confermato l'incentivo fiscale come definito in fase di IPO. Inoltre per le persone fisiche è possibile introdurre in aggiunta un meccanismo analogo a quello delineato in fase di pre-quotazione purché i capitali vengano reinvestiti in altre aziende interessate alla fase di *grace period* entro un anno.

Con riferimento agli investitori istituzionali occorre introdurre un incentivo al *trading* su aziende in fase di *grace period* detassando i *capital gain* realizzati, nonché i dividendi incassati, su aziende all'interno del *grace period* (di fatto verrebbe conosciuta la categoria "fiscale" delle post-IPO-shares).

Con riferimento alle aziende, può essere mantenuto il beneficio dell'ACE proposto in sede di IPO, sempre in una logica di sostegno ai costi sostenuti dall'azienda e di "premio" alla quotazione realizzata. Inoltre, sempre per le aziende – ed implicitamente anche per i soggetti che esercitano il controllo – deve essere prevista una consistente riduzione dell'aliquota IRES, in maniera tale da rendere più attraente la scelta dell'IPO. Si ritiene che una riduzione di 5 punti percentuali possa essere sufficiente al riguardo.

#### d) *Fase di status di quotata*

Terminata la fase di *grace period*, l'azienda termina il processo di agevolazione all'IPO. Occorre tuttavia mantenere alcuni incentivi che, di fatto, proteggano lo *status* di quotata. Il primo elemento è quindi costituito dalla conservazione del meccanismo ordinario dell'ACE in via permanente, sganciandolo nei fatti dall'esistenza stessa dell'ACE. Il secondo elemento è collegato al mantenimento della detassazione dei *capital gains* solo in corrispondenza di alcune tipologie di società: al riguardo, le aziende quotate al segmento STAR potrebbero conservare strutturalmente la natura di *post-IPO-shares*, generando quindi un vantaggio in capo agli investitori istituzionali.

Inoltre, terminata la fase di *grace period*, appare opportuno introdurre un meccanismo di incentivo/premio all'imprenditore (e agli azionisti persone fisiche della compagine proprietaria) che abbia realizzato l'IPO, definendo la detassazione dei *capital gain* eventualmente realizzati attraverso una vendita delle azioni sul mercato. Il conferimento di tale vantaggio dopo il *grace period* (che quindi agisce nei fatti come clausola di *lock-up*) ha l'obiettivo di bilanciare due esigenze contrapposte: da un lato, di evitare che l'imprenditore utilizzi l'IPO con una finalità opportunistica realizzando un *capital gain* non tassato in sede di IPO o subito dopo; dall'altro lato, di "premiare" e consentire all'imprenditore e alla sua compagine azionaria di trarre eventualmente un beneficio attraverso la cessione di azioni sul mercato senza sostenerne il peso della tassazione. Tale beneficio viene quindi definito in capo ai soggetti presenti in sede di quotazione, individuati secondo le stesse specifiche indicate in precedenza.

## 9 Conclusioni

Le piccole e medie imprese costituiscono l'ossatura del sistema economico e produttivo italiano. In base ai recenti dati diffusi dalla Commissione europea, le PMI rappresentano il 99,9% del numero totale delle imprese del territorio nazionale, mentre solo lo 0,1% è rappresentato da imprese di grandi dimensioni.

La dimensione ridotta delle imprese e la natura familiare della proprietà hanno spesso reso gli imprenditori restii ad aprire il capitale all'ingresso di nuovi soci finanziatori o a reperire fondi sul mercato di borsa o presso investitori istituzionali.

Questa scelta ha però implicato elevati costi in termini di minori tassi di crescita e di redditività e maggiore vulnerabilità finanziaria come dimostra la stagione successiva alla crisi economico-finanziaria del 2007 che ha certamente esasperato in tutta Europa tali costi per effetto dell'adozione da parte del sistema bancario di politiche di restrizione creditizia che hanno colpito in particolare le PMI e ne hanno frenato ulteriormente le potenzialità di crescita.

Il problema è particolarmente sentito in l'Italia dove, come detto, il mercato dei capitali ha storicamente avuto un ruolo marginale e alla cui relativa arretratezza taluni attribuiscono la particolare struttura dimensionale delle imprese italiane.

L'Italia è infatti uno dei paesi più avanzati in cui la borsa è meno rappresentativa del tessuto produttivo e industriale. Un primo dato che consente di cogliere chiaramente il differenziale di sviluppo del mercato dei capitali è dato dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL. Con riferimento al 2017, questo rapporto ha assunto un valore pari al 128% nel Regno Unito, al 100% in Francia, al 58% in Germania e al 37% in Italia.

Questo fatto rappresenta un grave handicap per il nostro Paese se solo si considera - come ha ricordato anche recentemente la Commissione Europea - che le piccole e medie imprese neo-quotate sono un motore fondamentale per i nuovi investimenti e per la creazione di posti di lavoro. I dati dimostrano che in Italia le società neo-quotate superano le analoghe società non quotate sia in termini di tassi di crescita dell'attivo annuale, che di aumento della forza lavoro, di fatturato di investimenti e di rafforzamento patrimoniale.

Al tempo stesso la letteratura economica attribuisce al mercato dei capitali un ruolo centrale nella crescita economica e nella innovazione tecnologica ed evidenzia come un sistema finanziario sviluppato e solido costituisca una infrastruttura basilare per la crescita economica in quanto fornisce capitale di rischio alle imprese, consente di diversificare il rischio e ripartirlo tra un numero maggiore di soggetti, fornisce agli imprenditori incentivi a intraprendere e facilita la correzione degli errori nella gestione delle imprese attraverso la disciplina dei *take over*.

I vantaggi della quotazione sono anche altri ed includono: una ridotta dipendenza dal finanziamento bancario, un più alto grado di diversificazione degli investitori, un più facile accesso al capitale azionario aggiuntivo e finanziamento del

debito (attraverso offerte secondarie) e un più alto profilo pubblico e riconoscimento del marchio.

La crisi finanziaria degli ultimi anni ha condotto l'Unione Europea nella fase di recessione più lunga di tutta la sua storia ed ha conseguentemente riportato all'attenzione dei politici e degli economisti europei il ruolo strategico delle piccole e medie imprese (soprattutto quelle manifatturiere) come propulsore della crescita e della capacità di innovazione tecnologica e sociale. Per agevolare lo sviluppo delle piccole e medie imprese si è giunti a mettere in discussione la tradizionale diffidenza verso ogni forma di intervento pubblico nelle traiettorie di sviluppo industriale poiché si è capito che tra dirigismo e liberismo vi sono molte strategie di politica industriale intermedie perseguibili.

La politica industriale quale serie di interventi volti ad orientare il processo di trasformazione strutturale dell'economia, dopo una lunga fase di rifiuto culturale, è in questo modo ritornata prepotentemente al centro del dibattito europeo sulla crescita, tant'è che da più parti si parla di un nuovo "rinascimento industriale" quale obiettivo comunitario.

Lo stimolo alla crescita e alla competitività per sostenere e rafforzare la ripresa è diventata la priorità essenziale per la Commissione Europea e per gli Stati Membri dell'UE nella consapevolezza che la mera integrazione attraverso l'eliminazione delle barriere (ossia tramite il completamento del Mercato Unico) è condizione certamente opportuna e necessaria ma non sufficiente.

Proprio muovendo da questa norma la Commissione Europea, a partire dal 2010, si è impegnata in modo sempre più energico al fine di disegnare una politica industriale mediante una serie ininterrotta di comunicazioni, indicando l'obiettivo di riportare il peso dell'industria sul PIL al 20%, definendo una nuova *road map* per le politiche europee e, soprattutto, ponendo con forza il tema della necessità di invertire il processo di de-industrializzazione che aveva caratterizzato l'Europa negli ultimi anni.

Con la riconosciuta legittimazione delle politiche industriali cui si è fatto cenno, sino ad oggi la Commissione Europea si è mossa con una serie di iniziative normative in materia di incentivi alla quotazione per le piccole e medie imprese.

Da questo punto di vista l'atto normativo più importante è certamente rappresentato dalla Direttiva 2014/65/EU (c.d. MiFID II) che, quantomeno nelle intenzioni, avrebbe dovuto facilitare l'accesso al capitale da parte delle piccole e medie imprese e agevolare l'ulteriore sviluppo di mercati finalizzati a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti (intendendosi per "piccole e medie imprese" le imprese che hanno una capitalizzazione di borsa media di 200.000.000 euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili).

Questa finalità è stata perseguita essenzialmente tramite la creazione all'interno della categoria dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), di una nuova sottocategoria di mercati di crescita per le PMI, gli SME Growth Markets. Dotati a di una propria disciplina comune all'interno dell'Unione europea in grado di

incentivare la concorrenza tra i diversi MTF europei e di garantire una medesima tutela agli investitori, gli SME Growth Markets avrebbero dovuto acquisire una particolare visibilità e, conseguentemente, allargare anche il numero degli investitori in PMI.

In realtà però la realizzazione di tale ultimo obiettivo è stata affermata solo in via di principio in quanto la individuazione del corretto equilibrio tra la riduzione degli oneri amministrativi ed il mantenimento di un adeguato livello di protezione per gli investitori è stata per lo più consegnata ad una futura regolamentazione e ad una (improbabile) autoregolamentazione dei gestori dei mercati sottoposta al vaglio (discrezionale) delle singole Autorità nazionali competenti. I gestori dei mercati, infatti, pur desiderosi di semplificare le regole applicabili alle PMI si sono trovati (e si trovano tuttora) nell'impossibilità di procedere ad una seria semplificazione della propria disciplina di mercato in ragione della normativa primaria che impone comunque loro di garantire "un elevato grado di informativa degli investitori".

Il fatto che il legislatore europeo abbia delegato ai singoli MTF la decisione di semplificare la normativa applicabile potrebbe, secondo alcuni, avere un effetto negativo: quello di rendere all'interno dell'Unione Europea il regime normativo dei singoli mercati maggiormente frammentato (ad esempio in materia di requisiti di ammissione alle negoziazioni, di principi contabili da adottare, ecc.).

Consapevole del fatto che la Direttiva MiFID II da sola non poteva centrare completamente l'obiettivo di semplificare la normativa applicabile agli SME Growth Markets e di ridurre gli oneri amministrativi per le società in essi quotate, la Commissione Europea nel 2017 ha nuovamente inserito la tematica nella propria agenda.

L'occasione per tornare sul tema si è concretizzata con la revisione intermedia del Piano d'azione dell'Unione sui mercati dei capitali del giugno 2017, con la quale la Commissione europea, tra le altre cose, ha voluto anche impegnarsi nel condurre una valutazione circa la possibilità di introdurre modifiche alla legislazione europea al fine di fornire un ambiente regolamentare più proporzionato per favorire l'ingresso delle PMI negli SME Growth Markets.

I menzionati piani della Commissione Europea volti a ridisegnare una politica industriale con l'obiettivo principale (ma non esclusivo) di riportare il rapporto tra valore del settore industriale e PIL al 20% (ci si riferisce alla Capital Markets Union, al Finanziamento a lungo termine dell'economia Europea, ecc.) hanno comunque lasciato i singoli Stati Membri liberi di adottare gli strumenti necessari ed utili per dare la migliore attuazione agli stessi e ciò al fine di tenere in debito conto la specificità del sistema produttivo di ogni Paese.

Per questa ragione la maggior parte dei Paesi europei (Germania, Francia e Regno Unito *in primis*) stanno già elaborando e realizzando nuove strategie nazionali per l'industria parallele a quelle, sinora poco fruttuose, della Commissione Europea.

Essendo l'Italia la seconda piattaforma industriale europea (dietro solo alla Germania) pare oltremodo necessario – quantomeno in una prospettiva di comune sviluppo europeo – che anche l'Italia si doti di una visione del futuro dell'industria e

di una politica industriale su base territoriale nazionale che orienti l'azione delle imprese in termini diversi da quelli che hanno caratterizzato le precedenti stagioni di intervento pubblico sull'economia tenuto conto del nuovo contesto istituzionale ed economico.

Si tratta pertanto di creare una nuova "*politica industriale orizzontale*" ossia dell'offerta di condizioni più favorevoli per tutte le imprese e della creazione di mercati più efficienti capaci di attrarre investimenti privati in progetti a lungo termine con opportuni schemi di regolazione e soprattutto con incentivi fiscali-finanziari. Ciò non significa, ovviamente, voler tornare all'idea dello "Stato imprenditore", ma piuttosto di arrivare ad uno "Stato facilitatore-catalizzatore" capace di promuovere la propensione all'innovazione delle imprese all'interno di mercati efficienti al fine di attrarre investimenti privati in progetti a lungo termine.

Occorre dare atto che negli ultimi anni il legislatore italiano ha già posto in essere una serie di misure utili allo sviluppo delle imprese. Sono state infatti introdotte una serie di norme non collegate tra loro che vanno dai *mini-bond*, ai Piano Individuali di Risparmio (PIR), all'aiuto per la crescita economica per la capitalizzazione delle imprese (c.d. ACE), al credito d'imposta per la ricerca, ai *patent box*, al super-ammortamento o iper-ammortamento per gli investimenti, alle *participation exemptions* (PEX). Ma si allude anche alle politiche per le *start-up* innovative, al Fondo Centrale di Garanzia per le PMI, alla nuova Legge Sabatini, all'aggiornamento della legge 181 del 1989 sulle aree di crisi industriale, al d.l. 185/2008 che ha previsto la possibilità per la Cassa Depositi e Prestiti di intervenire a favore delle PMI, ecc.

Nonostante le menzionate importanti iniziative nazionali e nonostante il fatto che, come visto in precedenza, la quotazione crei indubbiamente maggiori opportunità di crescita per le imprese, ancora oggi molte imprese italiane di dimensioni ridotte e con scarso capitale continuano a rimandare l'accesso al mercato. Il peso regolamentare degli obblighi di *compliance* e la leva fiscale, sotto certi aspetti, ancora scarsa sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta, vengono percepiti tuttora come i principali ostacoli per la quotazione delle PMI, che si trovano a sopportare costi maggiori (a fronte di oneri simili) rispetto alle grandi imprese quotate.

Al fine di consolidare la tendenza positiva verso la crescita occorrerebbe, come evidenziato da più parti, un approccio *bottom-up* che persegua un disegno sistematico sia per l'adozione di ulteriori iniziative di semplificazione delle barriere normativo-regolamentari alla quotazione che di incentivi fiscali, al fine di sostenere e sviluppare sia la domanda che l'offerta di azioni di PMI all'interno di un ecosistema virtuoso.

Lo studio considera che, in termini complessivi, l'assetto delle regole fiscali rappresenta il naturale complemento per il disegno di una catena del valore completa e riequilibrata a favore delle forme ad oggi sottoutilizzate ma decisive quali il mercato di borsa e dei capitali più in generale.

Con riferimento alle tematiche fiscali collegate all'investimento in *equity*, occorre ricordare che la traiettoria seguita dai paesi anglosassoni rappresenta un



ottimo esempio di un corretto e virtuoso utilizzo di scelte pubbliche in un contesto privato a sostegno delle PMI. In altri termini, i due mercati *equity* più sviluppati (ossia US e UK) da sempre incentivano in maniera forte e strutturale l'intera "catena del valore" che collega gli *equity investor* (sia *private equity investor* che investitori *retail* e *business angels*) al processo di quotazione e di permanenza nel listino.

Sulla base di queste esperienze, ai fini degli incentivi fiscali da introdurre (o da sistematizzare e razionalizzare) in Italia, le proposte possibili devono mirare a definire in maniera chiara i vari stadi di tale "catena del valore" e a individuare i soggetti coinvolti e interessabili ad un incentivo fiscale: deve quindi essere chiaro lo schema di riferimento che guidi le proposte, l'azione di *benchmarking* con altri sistemi paese e l'analisi di impatto in termini di spesa e di benefici attesi. In entrambi i casi, il criterio generale sottostante al disegno degli incentivi è basato su: il sostegno ai passaggi/snodi critici che possono attrarre e moltiplicare il numero delle aziende e degli imprenditori interessati ad un processo di quotazione; il supporto alle quotazioni di natura virtuosa, in quanto basate esclusivamente o prevalentemente (nel caso di uscita di un fondo di *private equity*) sul meccanismo dell'OPS; la generazione di vantaggi per gli investitori che si traducano il più possibile in benefici non solo privati ma generali per l'intero sistema.

Con riferimento agli stadi della catena del valore, è possibile identificare come fasi rilevanti oggetto di incentivazione le seguenti: i) pre-quotazione; ii) quotazione; iii) *grace period* post IPO; iv) quotazione *post grace period*.

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

Con riferimento alla tipologia di investitori, è opportuno distinguere sempre nella prospettiva dell'incentivazione:

- i) fondi di *private equity* e altri intermediari finanziari *equity investor* (banche, *merchant banks*, intermediari creditizi non bancari ex art. 107 TUB)
- ii) persone fisiche (ed, eventualmente, fondazioni) nella posizione sia di investitori che di proprietari/imprenditori
- iii) investitori istituzionali.

Solo sulla base di queste categorie è possibile identificare con chiarezza l'insieme delle aree di impatto di possibile incentivazione da disegnare (o ri-disegnare) e ciò sia per l'azienda interessata al processo di IPO che per gli investitori, in corrispondenza delle differenti fasi della catena del valore.



## Bibliografia

- AA.VV., Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia, Consob, Position Papers, n. 5, giugno 2014, p. 7.
- ABI, Confindustria, Rete Imprese Italia e Alleanza delle Cooperative Italiane, Macroeconomic growth and capital treatment of loans to SMEs: introduction of the 'SME Supportin Factor' to the capital requirements calculation, giugno 2011.
- Aghion P., Boulanger E., Cohen S., *Rethinking industrial policy*, Bruegel Policy Brief, June 2011.
- Annunziata F., Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità, in Riv. Soc., 2018, n. 4
- Arlotta C. et al., La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Milano, 2014.
- ASSOGESTIONI, Mappa trimestrale del risparmio gestito – 4° trim. 2017, 22 febbraio 2018.
- Ayyagari M., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., *Small vs. Young Firms across the World contribution to Employment, Job Creation and Growth*, World Bank, 2011, Policy Research Working Paper, 5621.
- Banca Europea per gli Investimenti, Borsa Italiana, Fondo Italiano d'Investimento, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Sace, *Nuovi strumenti integrati per la capitalizzazione delle PMI italiane*, Milano, 24 ottobre 2011.
- Becattini G., Dal settore industriale al distretto industriale. Alcune considerazioni sull'unità d'indagine dell'economia industriale, in Riv. ec.e pol. ind., 1979, 1, pp. 7-21.
- Beck T., Demirguc-Kunt, Martines Peria M.S., Bank Financing for SMEs around the World – Drivers, Obstacles, Business Models and Lending Practices, in World bank Policy Research Working paper, n. 4785, Novembre 2008.
- Bencini F., Mancaruso M., Mangiarotti M., Il mercato alternativo del capitale dalla normativa all'operatività, in Contabilità, finanza e controllo, 2007, 12, p. 1012 ss.
- Berger A.N., Schaeck K., Small and Medium-Sized Enterprises, Bank Relationship Strength and the Use of Venture Capital, in Journal of Money, Credit and Banking, 2011, vol. 43, m. 2-3-, p. 461 e ss.
- Berta G., L'Italia delle fabbriche. La parabola dell'industrialismo nel Novecento, Bologna, 2013.

- Bianchi A., Mele G., Una possibile visione per la politica industriale italiana, in *Una nuova politica industriale in Italia. Investimenti, innovazione, trasferimento tecnologico* (a cura di Onida e Viesti), Firenze, 2016, p. 87.
- Bianchi A., Mele G., Una possibile visione per la politica industriale italiana, in *Una nuova politica industriale in Italia. Investimenti, innovazione, trasferimento tecnologico* (a cura di Onida e Viesti), Firenze, 2016, p. 89.
- Bianchi M., Di Noia C., Gargantini M., The EU Securities Law Framework for SMEs: Can Firms and Investors Meet?, in *Finance and Investment: The European Case*, a cura di Mayer, Micossi, Onado, Pagano, Polo, Oxford, 2017.
- Bolton P., von Thadden E. L., *Blocks, Liquidity, and Corporate Control*, in *The Journal of Finance*, 1998, vol.53 (1), febbraio 1998, pp. 1-25.
- Brusco S., *Economie di scala e livello tecnologico nelle piccole imprese. Crisi e ristrutturazione nell'economia italiana*, Torino, 1975.
- Brusco S., Paba S., *Per una storia dei distretti industriali italiani dal secondo dopoguerra agli anni novanta*, in Barca (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*, Roma, 1997.
- Caccavaio M., Carmassi J., Di Giorgio G., Spallone M., *SMEs and the challenge to go public*, in *Riv. Bancaria*, 2012, n. 2-3, p. 31 e ss.
- Caselli S., Chiarella C., Gatti S., Gigante G., *Why do italian companies go public? An empirical analysis of the period 2006-2016*, Baffi Carefin, Milano, 2018.
- Caselli S., Chiarella C., Gatti S., Gigante G., *Benchmarking the UK Market: A way to create an effective capital market in Italy?*, Baffi Carefin, Milano, 2016.
- Caselli S., Chiarella C., Gatti S., Gigante G., *The Capital Markets for Italian Companies: A Resource to Relaunch the Country and the Renew Growth*, Baffi Carefin, Milano, 2013.
- Commissione Europea, 2017 SBA Fact Sheet, Italy.
- Commissione Europea, Consultation Document – Building a proportionate regulatory environment to support SME listing, 2017.
- Commissione Europea, Report from the Commission to the Council and European Parliament: Minimizing regulatory burden for SMEs – Adapting EU regulation to the needs of micro-enterprises, COM(2011), 803 final, 23 novembre 2011.
- Commissione Europea, *SME's access to Finance*, Survey, 2011.
- Crafts N., Magnani M., *L'età dell'Oro e la seconda globalizzazione*, in Toniolo (a cura di), *L'Italia e l'economia mondiale. Dall'Unità ad oggi*, Venezia, 2013, pp. 118-119.
- Di Noia C., Gargantini M., *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *European Company and Financial Law Review*, 2012, 9, pp. 484, 504-506.

- Dutz M.A., Kuznetsov Y., E. Lasagabaster, D. Pilat eds., *Making Innovation Policy. Work Learning from Experimentation*, OECD-World Bank 2014.
- Enriques L., What should qualify as a "SME Growth Market"?, in OBLB, gennaio 2018.
- ESMA, Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR, 19 dicembre 2014, ESMA/2014/1569, di seguito "Technical Advice").
- Ferrarini G., I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati, in AGE, 2013, 1, p. 203 e ss.
- Floreani J., Polato M., Quotazione in Borsa e negoziazioni a contanti di strumenti finanziari azionari: profili operativi e regolamentari, Torino, 2012, p.127.
- Geranio M., Lazzari V., Going Public and Listing Fees Around the World, in Lazzari V. (ed.), Trends in European Securities Industry, Emittenti Titoli, Milano, 2011.
- Giordano L., Guagliano C., Financial architecture and the source of growth. International evidence on technological change, Consob, Working Paper n. 78, luglio 2014.
- Giordano L., Guagliano C., The Impact of Financial Architecture on Technical Innovation, in Applied Economics and Finance Journal, Vol. 3, No. 3, agosto 2016.
- Giordano L., Modena M., Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane (Earnings Management and Financial Constraints for Listed and Not-listed Firms. Is There Any Rationality for Not Going Public?, Consob, Discussion paper n. 7, settembre 2017.
- Jensen M.C. , Meckling W.H., Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, in Journal of Financial Economics, 1976, vol. 3, pp. 305-360.
- Lambiase A., La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale, Milano, 2016, p. 27.
- Mazzucato M., Cimoli M., Dosi G., Stiglitz J.E., Landesmann M.A., Pianta M., Waltz R., Page T., *Which industrial policy does Europe need?*, in *Intereconomics*, 50, 2015, p. 120 e ss.
- Moloney N., EU Securities and Financial Markets Regulation, III ed., Oxford, 2014, p. 176.
- Mussari G., The limited weight of the Italian equity markets: towards an action plan, in *Bancaria*, 2011, n. 2.
- Onida F., Finanza per lo sviluppo e l'innovazione nel quadro europeo: strumenti, risorse (Piano Juncker), capitali pazienti, in *Una nuova politica industriale in Italia*, cit., 2016, p. 65.
- Onida F., Politica industriale parliamone ancora!, in *Il Mulino*, 3, 2013.

- Onida F., Viesti G., La politica industriale in Italia. Introduzione, in Una nuova politica industriale in Italia. Investimenti, innovazione, trasferimento tecnologico (a cura di Onida e Viesti), Firenze, 2016, p.7.
- Pagano M. , Röell A., The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public, in Quarterly Journal of Economics, vol. 113, 1998, no. 1, pp. 187-225.
- Pagano M., Panetta F., Zingales L., Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis, in Journal of Finance, 1998, vol. LIII, n. 1.
- Parrini L., *Il mercato Expandi*, Milano, 2006.
- Perrone A., *Small Medium Enterprises Growth Markets*, in *Capital Markets Union in Europe* (a cura di D. Busch, E. Avgouleas e G. Ferrarini), Oxford, 2018.
- Perrone A., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.
- Rajan R.G., Zingales L., *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, gennaio 2003, CRSP Working Paper No. 546 (reperibile all'indirizzo del SSRN: <https://ssrn.com/abstract=389100> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.389100>).
- Rodrik D., Industrial policy for the Twenty-First century, in D. Rodrik, *One economics, many recipes. Globalization, institutions and economic growth*, Princeton, 2007, p. 101 e ss.
- Sepe M., La MiFID e i mercati, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati* (a cura di V. Troiano e R. Motroni), p. 277 e ss.
- Stefanelli M.A., *Il riconoscimento normativo delle piccole e medie imprese. Regole e realtà produttiva*, Padova, 2011.
- Veil R., Di Noia C., *SME Growth Markets*, in *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR* (a cura di D. Busch e G. Ferrarini), Oxford, 2017.
- Viesti G., La riscoperta della politica industriale: per tornare a crescere, in *Economia italiana*, 3, 2013.
- Warwich K., *Beyond Industrial Policy. Merging issues and new trends*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 2, OECD Publishing, 2013
- Weild D., Kim E. , Newport L., *Making Stock Markets Work to Support Economic Growth: Implications for Governments, Regulators, Stock Exchanges, Corporate Issuers and their Investors*, OECD Corporate Governance Working Papers, 2013, No. 10, OECD Publishing, Paris. DOI: <http://dx.doi.org/10.1787/5k43m4p6ccs3-en>.
- Welch I., Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings, in *The Journal of Finance*, vol. 44, No. 2, giugno 1989, pp. 421-449

## Recenti pubblicazioni

- 18** – dicembre 2018  
**Quaderni giuridici** *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*  
*S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo*
- 7** – ottobre 2018  
**Position papers** *La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR*  
*Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato*
- 17** – settembre 2018  
**Quaderni giuridici** *Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*  
*S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr*
- 87** – settembre 2018  
**Quaderni di finanza** *Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy*  
*G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano*
- 16** – febbraio 2018  
**Quaderni giuridici** *Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs*  
*Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017*
- 8** – gennaio 2018  
**Discussion papers** *Il costo dei fondi comuni in Italia. Evoluzione temporale e confronto internazionale*  
*G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso*
- 86** – gennaio 2018  
**Quaderni di finanza** *Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies listed in major European countries*  
*F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli*
- 15** – dicembre 2017  
**Quaderni giuridici** *The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential and transparency requirements and the challenges which lie ahead*  
*S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini*
- 85** – dicembre 2017  
**Quaderni di finanza** *Board diversity and firm performance across Europe*  
*A. Ciavarella*



- 14** – novembre 2017  
**Quaderni giuridici** Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile  
 Un'analisi dei profili giuridici e finanziari  
*S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura*
- 84** – ottobre 2017  
**Quaderni di finanza** Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes  
*N. Linciano and P. Soccorso Editors*
- 7** – settembre 2017  
**Discussion papers** Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane  
*L. Giordano, M. Modena*
- 13** – settembre 2017  
**Quaderni giuridici** Autorità Indipendenti e anticorruzione  
 Atti del convegno Consob - Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"  
*Roma Auditorium Consob 4 aprile 2017*
- 12** – settembre 2017  
**Quaderni giuridici** I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti  
*G. Gasparri*
- 11** – novembre 2016  
**Quaderni giuridici** *Business judgement rule* e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori  
*S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventoruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti*
- 6** – agosto 2016  
**Position papers** L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.  
*Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa*  
 CONSOB – CNDCEC
- 10** – luglio 2016  
**Quaderni giuridici** Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.  
 Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime  
*S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici*
- 6** – aprile 2016  
**Discussion papers** La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*  
*S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini*
- 83** – marzo 2016  
**Quaderni di finanza** Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.  
 Evidence from the Italian market  
*M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso*
- 9** – ottobre 2015  
**Quaderni giuridici** Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa  
*a cura di G. Mollo*