

Luglio 2018

## Strumenti di finanziamento alternativi per le imprese: opportunità e prospettive future

Avv. Giulia Arenaccio, Avv. Annalisa Feliciani, Avv. Matteo Scuriatti, Dipartimento di International Debt Capital Markets, Hogan Lovells

### 1. Introduzione

La crisi dei mercati finanziari del 2008 ha evidenziato l'esigenza di supportare lo sviluppo delle imprese italiane e favorire la crescita dell'economia produttiva del paese. Nel corso degli ultimi anni ci sono stati numerosi interventi normativi volti a favorire l'utilizzo da parte delle imprese di strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario e ad agevolare il ricorso al mercato dei capitali, in questo modo rendendo le stesse imprese più resistenti agli effetti del c.d. *credit crunch*.

Si è pertanto cercato di ridurre i vincoli normativi, tanto civilistici quanto fiscali, che hanno limitato in passato per le imprese il ricorso al mercato dei capitali, in particolare l'emissione di strumenti di debito, quale fonte di reperimento delle risorse finanziarie.

Il principale intervento normativo è stato rappresentato dal decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, convertito con modificazioni dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221, (di seguito, il "**Decreto Sviluppo**") che ha, tra le altre cose, (i) introdotto una disciplina specifica per l'emissione di obbligazioni e titoli simili (i c.d. *mini-bonds*) da parte di società non quotate, incluse le piccole e medie imprese (di seguito le "**PMI**"), (ii) modificato la disciplina delle cambiali finanziarie al fine di rendere più appetibile per gli investitori questo tipo di strumento, e (iii) modificato il trattamento fiscale di obbligazioni, cambiali finanziarie e titoli simili se emessi da società diverse dai grandi emittenti, uniformandolo al trattamento fiscale più vantaggioso che fino a quel momento era stato riservato a questi ultimi. In sostanza, il Decreto Sviluppo ha introdotto la possibilità per le società di capitali non quotate (diverse dalle banche e dalle micro-imprese) di emettere cambiali finanziarie e mini-bonds a condizioni agevolate.

Successivamente, il decreto legge 23 dicembre 2012, n. 145 convertito con modificazioni dalla Legge 21 febbraio 2014, n. 9 ed il decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 convertito con modificazioni dalla Legge 11 agosto 2014, n. 116 (rispettivamente, il "**Decreto Destinazione Italia**" ed il "**Decreto Competitività**" e congiuntamente i "**Decreti**") hanno introdotto ulteriori benefici fiscali e novità, tra cui l'estensione delle garanzie che

possono essere prestate in favore dell'emissione di obbligazioni e titoli simili e l'ampliamento della platea di investitori in tali strumenti.

I Decreti hanno introdotto anche modifiche alla legge 30 aprile 1999, n. 130 (la “**Legge 130**”) che detta la disciplina italiana sulla cartolarizzazione, al fine di rendere quest'operazione finanziaria più accessibile alle imprese e, in particolare, alle PMI.

Tra gli interventi strutturali volti a sostenere le imprese italiane e, in particolar modo le PMI, si segnalano la costituzione del c.d. Fondo Italiano d'Investimento<sup>1</sup>, del Fondo di Garanzia per le PMI<sup>2</sup> e l'introduzione dei c.d. piani individuali di risparmio (“**PIR**”), previsti dalla legge 11 dicembre 2016, n. 232. I PIR sono “contenitori fiscali” di diverse tipologie di strumenti finanziari sottoscritti da persone fisiche al di fuori dell'esercizio di attività di impresa. A determinate condizioni, i redditi derivanti dagli investimenti contenuti in un PIR sono assoggettati ad un regime fiscale favorevole. In particolare, è richiesto (i) un vincolo di detenzione degli strumenti finanziari di almeno 5 anni e (ii) che questi ultimi siano stati emessi per il 70% da società italiane (ovvero europee con stabile organizzazione in Italia). Di questo 70%, una quota parte deve essere rappresentata da strumenti emessi da società non inserite nell'indice FTSE MIB (o altri indici equivalenti). Utilizzando la leva fiscale, i PIR stimolano la crescita, tra le altre cose, della domanda di obbligazioni e titoli simili (tra cui i *mini-bonds*) emessi da imprese italiane di medie-piccole dimensioni e incoraggiano il ricorso a strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario.

Nonostante gli interventi normativi degli ultimi anni, il sistema finanziario italiano non ha ancora raggiunto un livello di trasformazione profondo e le banche giocano ancora un ruolo importante nella vita aziendale. Ciò si deve principalmente alle peculiarità delle imprese italiane e a quelle dei soggetti finanziatori.

Le imprese italiane, infatti, si caratterizzano generalmente per essere imprese c.d. familiari, che mantengono all'interno della famiglia sia la proprietà sia la gestione dell'azienda stessa e tendono quindi ad essere meno gestite rispetto ad imprese in cui non vi è la presenza della famiglia proprietaria nella gestione. Questo approccio gestionale difficilmente soddisfa le aspettative degli investitori che, oltre a verificare l'equilibrio delle condizioni economico-patrimoniali di un'impresa, ne valutano anche la reputazione

---

<sup>1</sup> La società di gestione del risparmio Fondo Italiano d'Investimento SGR è stata costituita su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze con l'obiettivo, tra l'altro, di (i) agevolare la patrimonializzazione delle imprese di minore dimensione e incentivare il processo di aggregazione tra le PMI operanti in medesimi (o quantomeno attigui) settori industriali e (ii) orientare il private equity italiano al sostegno dell'imprenditore attraverso tempi di uscita medio-lunghi, rendimenti attesi più contenuti e consentendo la riduzione della leva finanziaria.

<sup>2</sup> Il Fondo di Garanzia per le PMI è gestito per conto del Ministero dello Sviluppo Economico. La garanzia è una agevolazione del medesimo Ministero, finanziata anche con risorse europee, che può essere attivata solo a fronte di finanziamenti concessi da banche, società di leasing e altri intermediari finanziari a favore di imprese e professionisti. Il Fondo non interviene direttamente nel rapporto tra banca e cliente ma sulla parte garantita dal Fondo non possono essere acquisite garanzie reali, assicurative o bancarie.

e la trasparenza nei confronti degli investitori e del mercato. Affinché le imprese italiane possano rivolgersi a canali di finanziamento diversi dal finanziamento bancario tradizionale, diventa quindi fondamentale che migliori la trasparenza e la qualità della gestione aziendale e che si operi un profondo cambiamento culturale nell'impresa per far sì che si acquisiscano nuove competenze finanziarie e si sviluppino relazioni con gli investitori, che hanno esigenze diverse rispetto a quelle di una banca<sup>3</sup>.

Questo cambiamento necessita anche di interventi dal lato dell'offerta e quindi dei soggetti finanziatori. In Italia, la dimensione dell'industria di *asset management* è, ad oggi, relativamente ridotta e, seppur cresciuta notevolmente negli ultimi anni, rimane al di sotto della media dei paesi dell'area euro e di quelli angloamericani. Nonostante il contributo positivo delle diverse iniziative pubbliche, la quota di investimenti indirizzata a start-up o ad aziende in forte crescita è contenuta rispetto ad altri paesi: nel 2016 era il 15 per cento, contro il 23 in Germania e circa il 40 in Spagna<sup>4</sup>. La questione rileva in quanto lo sviluppo di circuiti di mercato e di strumenti quali – tra gli altri – titoli di debito di emittenti non quotati è tipicamente materia propria degli investitori istituzionali.<sup>5</sup> La regolamentazione prudenziale post-crisi limita indirettamente l'acquisto di strumenti finanziari non quotati e sprovvisti di rating, quali sono nella maggior parte dei casi i titoli tipicamente emessi dalle imprese medio-piccole, quindi limitando gli investimenti in questo tipo di prodotti da parte di investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale (ad esempio, le banche, le assicurazioni e i fondi pensione).

Anche nell'ottica di rimuovere parzialmente e razionalizzare tali limitazioni, è di particolare importanza il progetto europeo denominato *Capital Markets Union* che ha tra i suoi principali obiettivi lo sviluppo dell'industria finanziaria non bancaria. Questo obiettivo è perseguito anche attraverso la revisione delle principali normative introdotte nell'Unione Europea come reazione alla crisi finanziaria del 2008. In particolare, nei vari interventi normativi adottati nel contesto della *Capital Markets Union* viene tenuto conto delle particolari esigenze delle PMI. Ad esempio, il regolamento UE 2017/1129 introduce tra le varie tipologie di Prospetto (come definito in seguito) il c.d. *EU Growth Prospectus* (Prospetto UE per la Crescita). Si tratta di un Prospetto che prevede un regime semplificato e requisiti informativi meno complessi che tengono conto della natura e alle dimensioni medio piccole dell'impresa (abbattendo i costi di accesso ai mercati dei capitali), ma che risponde comunque alle esigenze di informativa e tutela degli investitori. Inoltre, la direttiva UE 2014/65 ha introdotto il c.d. *SME Growth Market*, una nuova categoria di mercato non regolamentato (sistema multilaterale di negoziazione) che faciliterà l'accesso delle PMI al mercato dei capitali.

---

<sup>3</sup> Si veda l'intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, Salvatore Rossi – Roma, 4 ottobre 2017.

<sup>4</sup> Dati tratti dall'intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, Salvatore Rossi – Roma, 4 ottobre 2017.

<sup>5</sup> Forestieri, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni e capitale di rischio*, Bancaria 6/2014, p. 3 e ss

## 2. Gli strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario

Di seguito si individuano alcuni tra i principali strumenti di finanziamento di debito a disposizione delle imprese italiane in alternativa al credito bancario, fornendone al contempo una sintetica descrizione.

### 2.1 Le obbligazioni e i *mini-bond*

#### 2.1.1 Le obbligazioni

Le obbligazioni sono titoli di debito emessi da società di capitali, che rappresentano una forma di finanziamento erogato dal mercato. Scopo principale di un'emissione obbligazionaria è il reperimento di liquidità da parte della società emittente che, in cambio della provvista ricevuta, si obbliga a restituire all'investitore il capitale ricevuto a scadenza e, tradizionalmente, a corrispondergli interessi durante la vita del titolo<sup>6</sup>; i titoli obbligazionari non attribuiscono di per sé agli obbligazionisti alcun diritto di gestione della società emittente. Gli obblighi della società emittente e i diritti degli obbligazionisti sono disciplinati dal regolamento del prestito obbligazionario. Le obbligazioni sono di solito emesse in regime di dematerializzazione, accentrate presso una controparte centrale (in Italia, la gestione accentrata è affidata a Monte Titoli S.p.A.) e sono destinate alla circolazione, pertanto idonee ad essere negoziate sui mercati (regolamentati e non).

Nelle società per azioni non quotate<sup>7</sup>, l'emissione deve essere preventivamente deliberata dagli amministratori della società. Quest'ultima non potrà comunque emettere obbligazioni per un ammontare complessivo superiore al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Questo limite quantitativo può essere superato nel caso in cui le obbligazioni siano sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (e.g. banche, società finanziarie, fondi di investimento, etc.) oppure siano destinate alla quotazione nei mercati (regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione) o attribuiscono al portatore il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni. Nelle società a responsabilità limitata<sup>8</sup>, la possibilità di emettere titoli di debito deve essere prevista dall'atto costitutivo, che ne attribuisce la competenza ai soci o agli amministratori. I titoli emessi possono essere sottoscritti esclusivamente da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale e non sono previsti limiti quantitativi all'emissione.

A seconda delle caratteristiche della singola emissione, l'emittente potrebbe essere tenuto alla produzione di documentazione ulteriore al regolamento del prestito. In generale, nei casi di offerta al pubblico indistinto ovvero di quotazione su mercati regolamentati, è

---

<sup>6</sup> Tra le altre cose, il regolamento del prestito disciplina le modalità di rimborso del capitale, le modalità di pagamento degli interessi ed eventuali altri obblighi assunti dalla società emittente quali, ad esempio, il rispetto di alcuni parametri finanziari (c.d. *financial covenants*) o di non modificare l'assetto di controllo della società (c.d. *change of control*).

<sup>7</sup> Cfr. gli artt. 2410 e ss. del codice civile.

<sup>8</sup> Cfr. l'art. 2483 del codice civile.

richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo<sup>9</sup> (il “**Prospetto**”) che descriva le caratteristiche della società emittente e delle obbligazioni nonché i rischi ad essi connessi, per consentire ai potenziali investitori di pervenire ad un giudizio fondato sull’offerta. Tale Prospetto deve essere preventivamente approvato dall’autorità competente dello Stato europeo in cui ha sede l’emittente o in cui le obbligazioni sono offerte o quotate (per l’Italia la CONSOB). Sono previste delle specifiche ipotesi di esenzione dall’obbligo di pubblicare un Prospetto<sup>10</sup> (e.g. nel caso in cui l’offerta sia limitata a soli investitori istituzionali o si tratti di un’offerta di obbligazioni aventi valore nominale unitario di almeno euro 100.000)<sup>11</sup>.

I titoli di debito a medio-lungo termine offerti sul mercato degli investitori europei sono comunemente conosciuti come *Eurobond*. Tali strumenti sono tipicamente regolati dal diritto inglese e si caratterizzano per essere quotati su un mercato europeo (regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione). Tra le varie tipologie di titoli di debito offerte sul mercato europeo ci sono anche i c.d. *high yield*; si tratta di strumenti di debito a medio-lungo termine emessi da società il cui merito creditizio è inferiore all’*investment grade*. Gli *high yield* sono caratterizzati da un alto rendimento, correlato all’alta rischiosità dell’investimento. Per tale motivo, generalmente, nel regolamento del titolo sono previsti impegni più stringenti in capo alla società emittente a garanzia della solvibilità della stessa<sup>12</sup>.

Recentemente sono poi state introdotte delle tipologie particolari di titoli di debito i cui proventi dell’emissione sono destinati specificamente al finanziamento o rifinanziamento di progetti aventi un impatto ambientale e/o sociale positivo. Sono i c.d. *green bonds* e *social bonds* che hanno come caratteristica principale il rispetto di alcuni principi dettati in materia dall’*International Capital Markets Association* (“**ICMA**”). I principi dettati dall’ICMA non hanno natura cogente ma rappresentano lo standard di mercato ad oggi vigente per i *green* e *social bonds*. Tali principi disciplinano non soltanto l’utilizzo dei proventi dell’emissione ma anche la valutazione e selezione dei progetti, la gestione degli stessi e la relativa reportistica<sup>13</sup>. Il rispetto di tali principi comporta che le emissioni sono riconosciute ufficialmente come “*green bonds*” e/o “*social bonds*” e in quanto tali diventano appetibili per determinate platee di investitori internazionali nonché

---

<sup>9</sup> Il prospetto dovrà essere redatto ai sensi della direttiva CE 2003/71 e del nuovo regolamento UE 2017/1129.

<sup>10</sup> In tal caso, tuttavia occorre considerare che, qualora sia prevista la quotazione dei titoli su un mercato non regolamentato (quali i sistemi multilaterali di negoziazione), il regolamento del mercato potrà richiedere la produzione di un documento informativo, semplificato quanto ai contenuti e al livello di informativa rispetto al Prospetto, ai soli fini dell’ammissione a quotazione.

<sup>11</sup> Si segnala la pubblica consultazione avviata dalla CONSOB in data 28 giugno 2018 sulla definizione della soglia di esenzione dall’obbligo di pubblicare un prospetto e che terminerà il 13 agosto 2018.

<sup>12</sup> Ad esempio limiti all’ulteriore indebitamento della società emittente o alla vendita di determinati *assets*.

<sup>13</sup> Il rispetto dei principi dettati dall’ICMA necessita dell’asseverazione di una società esterna ed indipendente rispetto all’emittente.

ammissibili su specifici segmenti di mercato dedicati alla quotazione di questi specifici strumenti.

### 2.1.2 I mini-bond

Come già evidenziato in precedenza, il Decreto Sviluppo ha, tra le altre cose, introdotto e disciplinato l'emissione da parte di società non quotate (ivi incluse le PMI) dei così detti *mini-bonds*.

Le considerazioni svolte in precedenza circa i requisiti civilistici per l'emissione e la documentazione necessaria valgono anche per i *mini-bond*. Questi ultimi, infatti, sono titoli assimilabili alle obbligazioni ma rispetto ai quali l'emittente, a determinate condizioni, gode di specifici benefici fiscali.

In particolare, qualora i *mini-bond* siano (i) quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'Unione Europea o di uno Stato dell'Area Economica Europea "*white list*" oppure (ii) sottoscritti da investitori qualificati, trovano applicazione i seguenti benefici fiscali<sup>14</sup>:

- deducibilità degli interessi passivi<sup>15</sup>;
- deducibilità delle spese di emissione<sup>16</sup>; e
- esenzione dell'applicazione della ritenuta sugli interessi percepiti e applicazione dell'imposta sostitutiva<sup>17</sup>.

I benefici fiscali indicati sopra sono applicabili anche con riferimento alle cambiali finanziarie; queste ultime sono strumenti finanziari di debito che rispondono ad esigenze di finanziamento a breve termine (scadenza compresa tra 1 e 36 mesi) e che possono essere emesse da società di capitali diverse dalle banche e microimprese, ivi incluse società cooperative e mutue assicuratrici<sup>18</sup>.

---

<sup>14</sup> Vale la pena evidenziare che, qualora siano rispettati i requisiti necessari al fine di beneficiare del regime fiscale di favore, non troveranno applicazione i limiti quantitativi all'emissione di cui al comma 1 dell'articolo 2412 del codice civile, in quanto la fattispecie sarà riconducibile ad uno dei casi di esenzione previsti dai successivi commi del medesimo articolo.

<sup>15</sup> Si tratta degli interessi passivi corrisposti agli obbligazionisti dalla società emittente, si applicano in tal caso le regole ordinarie.

<sup>16</sup> Le spese deducibili sono quelle inerenti all'emissione e sostenute dall'emittente nell'anno di emissione.

<sup>17</sup> In particolare, si tratta dell'esenzione dall'applicazione della ritenuta del 26% sugli interessi percepiti dagli obbligazionisti e conseguente applicazione dell'imposta sostitutiva del 26% (con esenzione per gli investitori esteri "*white list*").

<sup>18</sup> In particolare, le cambiali finanziarie possono essere emesse esclusivamente dalle predette società che non abbiano titoli rappresentativi del capitale quotati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, fermo restando che (i) le cambiali finanziarie possono essere emesse e girate solo a favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente, (ii) l'emissione deve essere assistita da uno sponsor (banche, imprese d'investimento, società di gestione del



I principali operatori del settore hanno adottato alcune iniziative al fine di incentivare l'emissione di *mini-bond*. Ad esempio, Borsa Italiana S.p.A. ha introdotto uno specifico segmento del mercato Extra MOT<sup>19</sup> riservato ai soli investitori professionali che è diventato il mercato italiano di riferimento per la quotazione, tra l'altro, di *mini-bond* e cambiali finanziarie, aumentando così la liquidità di un investimento in questi strumenti.

Altra iniziativa di rilievo è la creazione della piattaforma ELITE, una piattaforma internazionale di Borsa Italiana S.p.A. e del London Stock Exchange Group nata nel 2012 dalla collaborazione con Confindustria e con il Ministero dell'Economia e delle Finanze. ELITE è pensata per aiutare le PMI a realizzare i loro progetti di crescita, fornendo competenze industriali, finanziarie e organizzative necessarie ai fini dell'accesso ai mercati internazionali<sup>20</sup>.

## 2.2 La cartolarizzazione

La cartolarizzazione, disciplinata dalla Legge 130, prevede nel suo schema tipico la cessione da parte di un soggetto (banca, intermediario finanziario, società commerciale, etc.) di un portafoglio di crediti originati dallo stesso soggetto (di seguito, l'“**Originator**”) ad una società veicolo (di seguito, “**SPV**”), la quale reperisce la provvista necessaria a pagare il prezzo di acquisto di tali crediti attraverso l'emissione di titoli di debito (“**Titoli ABS**”). I Titoli ABS sono sottoscritti da investitori istituzionali e sono remunerati e rimborsati dalla SPV emittente esclusivamente mediante i flussi di cassa derivanti dai crediti cartolarizzati (i “**Crediti**”), che sono segregati *ex lege* a favore dei portatori dei titoli.

Uno dei principali benefici della cartolarizzazione per l'Originator è di poter ottenere liquidità tramite lo smobilizzo di attivi illiquidi (ossia, i Crediti). Inoltre, ha anche una funzione di alleggerimento del bilancio dell'Originator che, in conseguenza della cessione dei crediti e a determinate condizioni, può realizzare il deconsolidamento contabile degli attivi ceduti.

I Decreti hanno introdotto alcune modifiche alla Legge 130, tra l'altro anche al fine di agevolare la cessione di crediti commerciali da parte delle imprese tramite il ricorso allo strumento della cartolarizzazione, in particolare rendendo applicabili alle cartolarizzazioni le previsioni di favore in tema di formalità per l'opponibilità della cessione già previste dalla legge *factoring* (legge 52/1991). Queste modifiche hanno l'effetto di ridurre gli oneri e i costi a carico degli Originator ma allo stesso tempo

---

risparmio ecc.) e (iii) lo sponsor ha l'obbligo di sottoscrivere e detenere una determinate percentuale delle cambiali finanziarie emesse.

<sup>19</sup> Si tratta di un sistema multilaterale di negoziazione e, pertanto, di un mercato non regolamentato.

<sup>20</sup> Nel contesto dell'iniziativa ELITE, si segnala anche l'emissione dell'ELITE *basket bond* che ha coinvolto 10 società italiane. L'operazione ha visto l'emissione di *mini-bond* da parte di queste società, sottoscritte interamente da una SPV che ha a sua volta emesso un'unica tipologia di titoli di ammontare pari alla somma dei *mini-bond* sottoscritti al fine di finanziarne il prezzo di acquisto.

consentono di realizzare un'operazione che prevede il ricorso al mercato dei capitali (tramite l'emissione dei Titoli ABS).

Da un punto di vista operativo, è importante notare come, successivamente alla cartolarizzazione dei propri crediti, solitamente l'Originator continua a gestire ed incassare i Crediti, anche al fine di mantenere il rapporto diretto con i propri clienti/debitori, assumendo il ruolo di *sub-servicer* della cartolarizzazione. In tal modo, viene tutelata l'esigenza dell'impresa Originator di proteggere il rapporto con i propri clienti, minimizzando gli impatti operativi che sarebbero derivati dall'esternalizzazione dell'attività di recupero dei Crediti.

Rispetto agli strumenti analizzati al precedente paragrafo 2.1, la cartolarizzazione è un'operazione finanziaria che prevede il necessario coinvolgimento di diversi soggetti, a sostegno dell'attività tanto dell'Originator quanto della SPV. Proprio per questo, in passato la cartolarizzazione è stata poco fruibile per le imprese anche a causa di elevati costi di *set-up* ed operativi (costi legali, costi legati alla costituzione/ gestione della SPV e costi delle varie parti dell'operazione), della complessità dell'operazione (legata principalmente alla negoziazione e sottoscrizione di un impianto documentale articolato e complesso).

Negli ultimi anni, in particolare successivamente all'introduzione delle modifiche alla Legge 130 previste dai Decreti, l'accesso al mercato delle cartolarizzazioni è stato reso più semplice e meno oneroso anche grazie alla strutturazione di operazioni c.d. *multi-originators*, che prevedono un limitato coinvolgimento dei singoli Originator cedenti nella fase di negoziazione e strutturazione dell'operazione e che, grazie a una documentazione standard e semplificata e/o a la predisposizione di piattaforme di cessione di Crediti accessibili alle varie imprese, comportano una semplificazione documentale e una sensibile riduzione dei costi<sup>21</sup>.

### 3. Osservazioni conclusive

Nell'ambito del progetto della *Capital Markets Union* sono nate (e stanno ancora nascendo) numerose iniziative volte a incoraggiare l'accesso delle imprese e delle PMI al mercato dei capitali europei, quale ad esempio l'introduzione dell'*UE Growth Prospectus* e della categoria degli *SME Growth Markets*.

Le iniziative europee, unitamente agli strumenti di finanziamento alternativi che sono a disposizione delle imprese, possono supportare le imprese nel processo di diversificazione delle proprie fonti di finanziamento, consentendo quindi alle imprese, e in particolare alle PMI, di attenuare la propria dipendenza dal canale bancario nonché

---

<sup>21</sup> Ad esempio mediante la predisposizione di una sola SPV multi-comparto, la presenza delle stesse parti nell'operazione, la predisposizione di una documentazione standard e la sottoscrizione di un unico contratto (cessione e *servicing*) da parte della singola impresa.



beneficiare di una protezione dalle fasi negative del ciclo economico che il finanziamento bancario tradizionale non è in grado di fornire.

L'accesso ai mercati dei capitali, e in particolare il passaggio dal rapporto banca-impresa a quello impresa-investitore, comporta un processo per le imprese italiane che prevede un determinato grado di trasparenza della gestione dell'impresa nonché un miglioramento della qualità della *governance*. A tal fine è necessario attuare un profondo cambiamento culturale volto all'acquisizione di una cultura d'impresa caratterizzata da competenze organizzative e finanziarie che porti all'abbandono graduale del modello familiare che ha tradizionalmente caratterizzato la proprietà e la gestione di vertice nonché le prime e le seconde linee di comando<sup>22</sup> delle imprese italiane.

Il passaggio ad un rapporto impresa-investitore permetterà alle imprese di acquisire in modo permanente dei vantaggi in termini di trasparenza, quali ad esempio la produzione di bilanci e piani industriali equilibrati e credibili.<sup>23</sup>

Inoltre, iniziative quali i PIR, il programma ELITE, la costituzione del Fondo Italiano d'Investimento e del Fondo di Garanzia per le PMI, incentivano la creazione di relazioni tra imprese e investitori, stimolando comportamenti virtuosi nella gestione societaria, e contribuiscono ad accrescere l'appetibilità e la domanda degli strumenti finanziari emessi dalle imprese italiane.

Per tale motivo, oltre a semplificazioni regolamentari e all'introduzione di codici di autodisciplina dedicati alle c.d. *growth companies*, sono auspicabili interventi volti a favorire ulteriormente la crescita della domanda da parte degli investitori quali, ad esempio, quelli volti a favorire investimenti dei fondi pensione, delle assicurazioni e delle casse previdenziali nonché l'innalzamento dell'importo garantito dal Fondo di Garanzia per le PMI.

---

<sup>22</sup> A. Giunta e S. Rossi, *Che cosa sa fare l'Italia. La nostra economia dopo la grande crisi*, Laterza, Bari-Roma, 2017.

<sup>23</sup> Si veda l'intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, Salvatore Rossi – Roma, 4 ottobre 2017.