



**SENATO DELLA REPUBBLICA**

**COMMISSIONI RIUNITE 10<sup>a</sup> (INDUSTRIA,  
COMMERCIO, TURISMO) E 13<sup>a</sup> (TERRITORIO,  
AMBIENTE, BENI AMBIENTALI)**

**Audizione del Presidente della CONSOB**

**Giuseppe Vegas**

Roma, 2 luglio 2014

## ***1. Premessa***

La dimensione complessiva del mercato mobiliare italiano, e di quello azionario in particolare, mostra un deficit strutturale rispetto a tutte le principali economie europee e non rappresenta adeguatamente la dimensione dell'economia italiana.

Alla fine del 2013 in Italia si contavano 285 società quotate (di cui 36 sul sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia), contro le 665 di Francoforte, le 939 di Euronext (mercato che racchiude le società di Francia, Belgio, Olanda e Portogallo) e le 1.903 di Londra. Il rapporto capitalizzazione su Pil per l'Italia nel 2013 è stato pari al 28,6 per cento, riducendosi quasi della metà in 6 anni (nel 2007 era pari al 47,8 per cento).

Sono soprattutto le piccole e medie imprese (PMI) a presentare una forte avversione nell'accesso al mercato dei capitali: la percentuale delle PMI (con fatturato inferiore ai 300 milioni di euro) sul totale imprese non finanziarie quotate in borsa rappresenta circa il 61 per cento, che si riduce al 17 per cento se si considerano le imprese fino a 50 milioni di euro di fatturato. Si tratta di una percentuale modesta rispetto al peso delle PMI nel tessuto produttivo italiano, pari a circa il 96 per cento.

La fragilità delle imprese italiane è resa ancora più acuta dalle caratteristiche della loro struttura finanziaria, fortemente sbilanciata verso l'indebitamento bancario, prevalentemente a breve termine e a tasso variabile. Una struttura poco adatta a finanziare progetti di investimento a lungo termine e soggetta a più alti rischi di inasprimento delle condizioni di credito.

Una tale configurazione dell'assetto finanziario, fortemente dipendente dalle banche e privo di mercati azionari e obbligazionari sufficientemente sviluppati, risulta particolarmente penalizzante nell'attuale congiuntura, rendendo più drammatico l'impatto, soprattutto per le PMI, della stretta creditizia in corso (c.d. *credit crunch*). Secondo le ultime rilevazioni della Banca d'Italia, i crediti alle imprese non finanziarie sono diminuiti di circa il 5 per cento su base annua.

E' diventato pertanto sempre più urgente risolvere il problema del finanziamento delle imprese, come fattore determinante per favorire la crescita economica del Paese. La crisi finanziaria, la recessione economica e il nuovo quadro regolamentare di riferimento, hanno messo in evidenza come difficilmente il nostro sistema creditizio potrà continuare a rappresentare il prevalente canale di finanziamento dell'economia. Occorre dunque agire, da un lato, per accrescere il ruolo del mercato azionario ed

obbligazionario e, dall'altro, per promuovere forme innovative di intermediazione non bancaria, in grado di riattivare i meccanismi di trasmissione del risparmio all'economia reale.

In tale direzione si è mossa la Consob già da due anni, promuovendo con gli attori del mercato finanziario una comune linea di azione per il rilancio del mercato azionario e, più in generale, per trovare una risposta concreta all'esigenza di finanziamento delle imprese, soprattutto PMI.

Un obiettivo, oggi, certamente condiviso dalle principali istituzioni finanziarie e coerente con quanto sostenuto a più riprese dalla Commissione Europea<sup>1</sup>.

La Consob nel 2012 ha avviato il progetto "PiùBorsa" con l'obiettivo di individuare misure e azioni efficaci per rilanciare il mercato borsistico e diffondere la cultura dell'*equity*, riportando l'Italia al passo con le economie più avanzate.

Lo sviluppo delle quotazioni rappresenta non solo una risposta efficace al problema di finanziamento delle imprese, ma anche la via per stimolare uno sviluppo virtuoso delle attività economiche attraverso l'affermazione di imprese trasparenti e regolate. La creazione di mercati efficienti e connotati da un elevato livello di liquidità rappresenta inoltre la migliore garanzia per gli investitori che accedono al mercato dei capitali.

Nell'ambito del citato progetto, sono state individuate modifiche normative dirette a: rimuovere alcuni fattori che ostacolano l'apertura delle imprese al mercato; rendere maggiormente proporzionati alla dimensione dell'azienda gli oneri collegati allo *status* di società quotata; incentivare, anche dal punto di vista fiscale, la quotazione delle imprese. Tutto ciò nel rispetto dei vincoli derivanti dal diritto dell'Unione Europea e fermo restando il mantenimento dei presidi di tutela per il pubblico dei risparmiatori.

L'iniziativa è stata focalizzata principalmente sulle PMI, che costituiscono l'ossatura produttiva del paese e che più di altre soffrono della contrazione dei finanziamenti bancari.

Trovo quindi particolarmente positiva l'azione del Governo che, tramite il Decreto-Legge 24 giugno 2014, n. 91, ha recepito le risultanze del lavoro coordinato da Consob.

---

<sup>1</sup> Si veda da ultimo la Comunicazione "*Legiferare con intelligenza – Rispondere alle esigenze delle piccole e medie imprese*" (COM/2013/0122 *final*) a proposito della necessità di introdurre condizioni più semplici e meno gravose per lo sviluppo delle PMI.

Si illustrano di seguito le misure contenute nel Decreto-Legge. L'attenzione si concentrerà in particolare sulle disposizioni (artt. 19 e 20) dedicate al rilancio della quotazione delle imprese. Brevi considerazioni verranno poi svolte con riguardo alle disposizioni (artt. 21 e 22) in materia di obbligazioni e credito.

## ***2. Le azioni a voto maggiorato***

Passando al merito delle disposizioni contenute nel Decreto-Legge, l'introduzione delle azioni a voto multiplo costituisce l'innovazione più rilevante in termini di impatto sul diritto delle società quotate.

Si tratta di un tema molto dibattuto tra gli studiosi del diritto commerciale e sul quale la Consob ha recentemente pubblicato un'ampia ricognizione della dottrina economica e giuridica e dell'evoluzione normativa a livello comparato, per valutare l'opportunità di eliminare il divieto assoluto (contenuto nell'art. 2351 del Codice Civile) di emettere azioni che rechino più di un diritto di voto.

Le risultanze dell'analisi svolta hanno messo in evidenza che l'emissione di azioni a voto multiplo, ove accompagnata da adeguati presidi a tutela dei soci di minoranza, può favorire la quotazione in borsa e l'effettuazione di operazioni di ricapitalizzazione efficienti. Inoltre, la possibilità di accrescere il numero di voti in funzione del tempo di detenzione delle azioni ordinarie (che si realizza nelle cosiddette *loyalty shares*) può incentivare una più attiva partecipazione degli azionisti alla vita societaria.

In sostanza, se è vero che l'esistenza di una proporzionalità tra diritti di voto e diritti all'utile (c.d. principio *one share-one vote*) consente in linea generale un allineamento tra interesse economico e potere d'influenza all'interno di una società, è altrettanto vero che sono già ammessi nel nostro ordinamento una serie di strumenti (c.d. *control-enhancing mechanisms*) che alterano, più o meno direttamente, questo principio di proporzionalità (si pensi alle azioni di risparmio, alle azioni a voto parziale o privilegiate nella distribuzione degli utili, ai gruppi piramidali, ai patti parasociali, ecc.), dando vita a strutture di controllo non sempre trasparenti.

Rispetto a queste strutture, le azioni a voto multiplo presentano alcuni vantaggi in termini di semplicità dello strumento, di maggiore appetibilità per il mercato e di trasparenza, in quanto rendono facilmente calcolabile l'esatto peso che ciascun socio ha in termini di diritti di voto. Anche le istituzioni europee hanno rinunciato ad introdurre nell'ordinamento comunitario il principio "un'azione-un voto", puntando invece sulla

piena trasparenza dei meccanismi che accrescono il potere di controllo a parità di capitale investito<sup>2</sup>.

Questo strumento risulta inoltre diffuso in molti paesi europei (soprattutto i paesi nordici). Anche in altre economie avanzate, come quella statunitense, è stato largamente utilizzato con successo nell'ambito delle operazioni di quotazione delle principali aziende *hi-tech* (Google, Facebook, LinkedIn, Groupon, Zynga, ecc.).

L'art. 20 del Decreto-Legge ha scelto di non introdurre il modello tipico di azione a voto multiplo (c.d. *dual class*) che prevede l'emissione, accanto alle azioni ordinarie, di una distinta categoria di azioni con diritto di voto multipli. E' stato invece recepito il modello francese, che prevede una maggiorazione del diritto di voto (fino ad un massimo di due voti) in caso di detenzione continuativa delle azioni per almeno 24 mesi (c.d. *loyalty shares*).

Tale maggiorazione, se lo statuto lo prevede, è rinunciabile, in tutto o in parte, dall'azionista beneficiario e, in ogni caso, si estingue nell'ipotesi di cessione a titolo oneroso delle azioni. In questa formulazione, il diritto di voto maggiorato non assume natura reale, in quanto non viene incorporato nelle azioni, e pertanto non determina la creazione di una speciale categoria di azioni, differenti da quelle ordinarie.

L'adozione di questo modello limita fortemente la possibilità di ampliare la forbice tra diritti di voto e diritti patrimoniali, ma ha la caratteristica di collegare il beneficio del voto doppio alla detenzione continuata delle azioni premiando gli investitori di lungo periodo.

La scelta del legislatore risponde ad un criterio di prudenza rispetto all'introduzione delle azioni a voto multiplo. Non bisogna tuttavia trascurare il ruolo che questo strumento, se connotato da un certo grado di flessibilità, potrebbe avere nel favorire operazioni di IPO (*Initial Public Offer*).

In merito, si potrebbe consentire alle società di introdurre, in alternativa alla maggiorazione del diritto di voto, una categoria speciale di azioni a voto multiplo secondo il sistema c.d. *dual class*, lasciando alla libertà statutaria la possibilità di scegliere il modello che più si adatta alle caratteristiche dell'impresa ed alla struttura di capitale che si vuole ottenere in sede di quotazione. La possibilità di emettere una distinta classe di azioni a voto multiplo avrebbe il pregio di consentire (entro certi limiti) una maggiore flessibilità nella determinazione del rapporto tra partecipazione al

---

<sup>2</sup> In uno studio condotto dalla Commissione Affari Legali del Parlamento europeo, presentato nel 2007, sul tema della *shareholder democracy*, si è giunti alla conclusione che non vi è alcuna necessità che la UE adotti misure per l'adozione a livello comunitario del cosiddetto *principio proporzionale*, in base al quale a ogni azione non potrebbe che essere attribuito un solo voto.

capitale e diritti di voto e garantirebbe una maggiore certezza e trasparenza sul numero dei diritti di voto esistenti.

Il modello adottato dal Decreto-Legge, non prevedendo una distinta classe di azioni, pone poi la questione di individuare, attraverso un apposito elenco, quali soci possano beneficiare della maggiorazione del diritto di voto. A questo fine, il comma 2 del nuovo art. 127-*quinquies* del Testo Unico della Finanza (TUF) contiene un'ampia delega regolamentare alla Consob. Sarebbe tuttavia opportuno dettagliare maggiormente, a livello di norma primaria, le modalità di tenuta e di pubblicità dell'elenco. Ad esempio andrebbe chiarito se, anche per le società diverse dalle neo-quotate, sia possibile computare il possesso maturato anteriormente all'iscrizione nell'elenco.

L'attribuzione ad alcuni soci di un diritto di voto rafforzato si accompagna opportunamente alla previsione di meccanismi di tutela per gli azionisti di minoranza. In particolare, si prevede che la maggiorazione del diritto di voto non influisca sulla determinazione dei *quorum* necessari per l'esercizio dei diritti di *voice* che spettano ai soci (azione di responsabilità, convocazione dell'assemblea, ecc.).

E' prevista altresì l'applicazione della normativa in tema di OPA obbligatoria all'azionista che si trovi a superare il 30 per cento del capitale, o le altre soglie previste dalla disciplina, per effetto della maggiorazione del diritto di voto. Questa scelta, se pure coerente con il modello di riferimento francese, riduce la portata dell'innovazione introdotta, in quanto limita la possibilità per un azionista di controllo di cedere sul mercato quote importanti di capitale senza dover sopportare i costi di un'OPA. Tale OPA peraltro sarebbe di norma promossa ad un prezzo non particolarmente vantaggioso per gli azionisti di minoranza, in quanto, in assenza di acquisti, il corrispettivo sarebbe pari al prezzo di mercato e non incorporerebbe alcun premio di controllo.

In alternativa all'obbligo di OPA si possono immaginare altri meccanismi di salvaguardia degli azionisti di minoranza, meglio adatti ad agire sul piano preventivo. Mi riferisco, ad esempio, alla previsione di *quorum* rafforzati per l'assunzione della delibera assembleare che introduce il voto maggiorato.

Occorrerebbe altresì riflettere sulla formulazione del nuovo art. 127-*quinquies* del TUF nella parte in cui (comma 6) nega agli azionisti il diritto di recesso in caso di introduzione per via statutaria delle azioni a voto maggiorato. Questa scelta rappresenta infatti un mutamento rilevante nella struttura proprietaria della società, tale da richiedere, a tutela dei soci di minoranza, la previsione di un diritto di recesso.

### ***3. Le modifiche alla disciplina delle OPA***

Il Decreto-Legge contiene modifiche alla disciplina dell'OPA obbligatoria, con riferimento alle sole PMI. Per queste società si introduce, infatti, un certo grado di libertà nel determinare la soglia partecipativa che fa scattare l'obbligo di promuovere l'offerta e che potrà variare tra il 20 ed il 40 per cento del capitale con diritto di voto. Si introduce in sostanza un elemento di flessibilità nel grado di contendibilità che una società intende assumere anche tenuto conto degli assetti proprietari esistenti.

Per fare un esempio, l'abbassamento della soglia dell'OPA al 20 per cento consentirebbe al socio di riferimento di cedere sul mercato maggiori quote di capitale aumentando il flottante, senza però perdere di fatto il controllo della società. Al contrario, la scelta di una soglia OPA più alta (40 per cento) potrebbe, in società di minori dimensioni come le PMI, favorire gli investimenti consentendo agli investitori istituzionali di assumere partecipazioni importanti senza incorrere in obblighi di OPA.

In questo caso si prevede opportunamente, per le PMI già quotate, che il cambio "in corsa" della soglia OPA sia accompagnato da un diritto di recesso dei soci assenti o dissenzienti.

Un'altra importante novità riguarda l'OPA c.d. da consolidamento, cioè quell'obbligo di OPA che scatta quando un soggetto che si trova in una situazione di controllo di fatto (partecipazione tra il 30 ed il 50 per cento) acquisti più del 5 per cento in un periodo di 12 mesi avvicinandosi al controllo di diritto.

Si prevede che le sole PMI possano, con una scelta statutaria, escludere questo obbligo per i primi cinque anni di quotazione. Ricordo che tale obbligo non è contemplato dalla direttiva europea sull'OPA e non è previsto nell'ordinamento di molti paesi europei.

La tecnica normativa utilizzata in questo caso è quella del *grace period*, cioè la previsione di una deroga al diritto delle società quotate per i primi anni di quotazione, in modo da garantire un adattamento graduale all'"ambiente normativo" che caratterizza la permanenza sul mercato borsistico. Nel caso dell'OPA da consolidamento, ad esempio, l'azionista di controllo che abbia deciso di collocare sul mercato ingenti quote di capitale per favorire il successo dell'IPO, avrà cinque anni di tempo per decidere se riacquistare una posizione di controllo di diritto, senza incorrere nell'obbligo di effettuare un'OPA.

Occorre notare che i vari strumenti sopra descritti e cioè le azioni a voto maggiorato, la libertà di modulare la soglia dell'OPA e la possibilità di eliminare l'OPA da consolidamento, possano coesistere tra loro dando vita ad un menù di opzioni

potenzialmente in grado di vincere la ritrosia delle PMI nazionali, tipicamente a controllo familiare, ad accedere al mercato dei capitali.

#### ***4. Le agevolazioni fiscali connesse alla quotazione***

Un altro tema trattato nell'ambito del progetto PiùBorsa e recepito nel Decreto-Legge, riguarda la previsione di misure di incentivazione fiscale dirette ad agevolare il processo di quotazione.

La scelta effettuata è quella di un rafforzamento dell'ACE (Aiuto alla Crescita Economica) per il periodo di imposta in cui avviene l'ammissione a quotazione e per i due esercizi successivi. Si tratta di un intervento che agisce sul lato dell'offerta di quotazione, costituendo un incentivo per le imprese a quotarsi. La struttura dell'intervento ha anche l'effetto di privilegiare - come suggerito - operazioni di IPO che comportino un ampliamento dei mezzi propri dell'impresa (OPS), anziché risolversi in una mera vendita sul mercato delle azioni (OPV).

Le analisi effettuate hanno rilevato come, ai fini di massimizzare l'utilità dell'intervento fiscale, sarebbe importante agire anche dal lato della domanda di quotazione, premiando coloro che intendano investire in una società neo-quotata. Potrebbe, ad esempio, essere prevista una detassazione dei *capital gains* collegati a questa operazione d'investimento.

Corollario necessario perché l'operazione di rilancio e di sviluppo di un efficiente mercato azionario abbia successo, è infatti la presenza di un nucleo stabile di investitori di lungo termine e di *asset managers* specializzati nell'investimento in PMI quotate e quotande. Perché ciò si realizzi è necessario prevedere l'istituzione di un Fondo di Fondi che, con un orizzonte temporale di medio-lungo termine, acquisisca partecipazioni in veicoli d'investimento specializzati in società italiane di ridotta capitalizzazione.

La costituzione e la gestione del Fondo di Fondi potrebbe essere efficacemente affidata al Fondo Italiano d'Investimento, la SGR partecipata da Ministero dell'Economia, Cassa depositi e Prestiti, ABI, Confindustria e principali banche italiane, già pienamente operativa nel segmento delle PMI.



## ***5. Le altre misure volte a ridurre i costi indiretti e ad incentivare la quotazione***

Il Decreto-Legge contiene poi una serie di ulteriori misure volte ad incidere sui costi indiretti di quotazione, cioè quegli oneri non direttamente legati allo sbarco in borsa, ma comunque collegati all'assunzione dello *status* di società quotata.

Un primo blocco di norme riguarda le partecipazioni rilevanti e quelle reciproche. Con riguardo alle partecipazioni rilevanti in una società quotata, la soglia di comunicazione è stata innalzata, solo per le PMI, dal 2 al 5 per cento del capitale, che rappresenta la soglia minima prevista dalla Direttiva *Transparency*.

Questo intervento, oltre ad essere in linea con il diritto comunitario, si giustifica sulla base della considerazione che, così come per l'OPA, la soglia può essere in qualche modo commisurata alle dimensioni dell'impresa. In una società piccola, infatti, una partecipazione del 2 per cento può corrispondere ad un investimento di valore relativamente basso e dunque imporre una *disclosure* in questo caso potrebbe frenare l'investimento.

Anche per le partecipazioni reciproche si prevede un innalzamento della soglia dal 2 al 5 per cento (elevabile sino al 10 per cento in caso di accordo approvato dall'assemblea delle società interessate).

I limiti in materia di partecipazioni reciproche previsti dalla disciplina civilistica (art. 2359-*bis*, comma 1, c.c.) e dal Testo unico (art. 121) assolvono alla finalità di prevenire possibili abusi di carattere amministrativo degli incroci azionari, come l'inquinamento del voto, nonché di scongiurare il pericolo di annacquamento dei patrimoni delle società coinvolte. Tuttavia il limite del 2 per cento attualmente previsto in Italia è il più basso nell'ambito degli ordinamenti degli Stati europei dotati di una specifica disciplina in materia<sup>3</sup>. L'introduzione di una percentuale più alta per le partecipazioni reciproche può inoltre favorire politiche di alleanza commerciale tra le imprese, con effetti apprezzabili per quelle di dimensioni medio-piccole.

L'art. 20 del Decreto-Legge prevede l'abrogazione per tutte le società quotate dell'obbligo di pubblicare a mezzo stampa le informazioni regolamentate, obbligo questo che rappresenta un costo vivo per le imprese<sup>4</sup>. La proposta presentata al riguardo

---

<sup>3</sup> In Francia, il *Code de commerce*, art. L.233-29, fissa il divieto di partecipazioni incrociate oltre il limite del 10%. In Germania il § 19 *AktG* fissa tale limite al 25%.

<sup>4</sup> Dagli esiti di un'indagine condotta dalla Consob per valutare i costi derivanti dallo *status* di società quotata, è emerso che i costi medi (dichiarati dalle società che hanno fornito i dati richiesti dal questionario) per gli avvisi stampa di convocazione dell'assemblea ammontano a circa 90.000 euro annui, mentre quelli relativi alla pubblicazione degli avvisi stampa per le relazioni finanziarie ammontano a circa 25.000 euro annui.

dalla Consob aveva una portata più ridotta, coerente con il progetto di rilancio della quotazione delle PMI. Essa infatti esonerava dalla pubblicazione degli avvisi societari solo le PMI, per le quali l'incidenza dei costi di tale adempimento risulta proporzionalmente più elevata.

Di un certo rilievo è la norma che modifica, in senso migliorativo per gli azionisti, i criteri di determinazione delle azioni in caso di recesso del socio nelle società quotate (art. 2437-ter del codice civile). Si prevede infatti che al criterio della media dei prezzi di borsa (che in precedenza era un criterio esclusivo) lo statuto possa affiancare, se migliorativo, l'utilizzo di altri criteri legati alla consistenza patrimoniale ed alle prospettive reddituali della società.

Questa modifica si è resa necessaria anche per tenere conto delle esigenze rappresentate dalle *Special Purpose Acquisition Companies* (SPACs), società che raccolgono capitale di rischio presso il pubblico, da impiegare poi (in tutto o in parte), per acquisire (eventualmente con successiva fusione per incorporazione) una o più società normalmente di piccole o medie dimensioni. Per le SPAC (come pure per le c.d. *investing companies* contemplate dal Regolamento di AIM Italia) il criterio dei prezzi di borsa risulterebbe, infatti, inadatto a garantire un rendimento adeguato per gli azionisti investitori.

## 6. Interventi a favore delle società di tipo “chiuso”.

Il Decreto-Legge contiene alcune disposizioni volte a favorire l'avvicinamento delle imprese al mercato finanziario sin dalla fase di costituzione delle stesse.

In particolare, si modifica l'ammontare minimo del capitale sociale, che viene ridotto da euro 120.000 a 50.000 (art. 2327 cod. civ.) e si rende pienamente operativa la

---

Più in generale, recenti studi (cfr. “An Assessment of quality listing services: the Italian case” in “Trends in the European Securities Industry” Emittenti Titoli – Egea gennaio 2011) ripartiscono i costi annuali relativi allo *status* di quotata secondo la composizione indicata in tabella:

| Costi relativi allo <i>status</i> di quotata |                   |
|--|-------------------|
|  | Media percentuale |
| Costi annuali di <i>listing</i>              | 10,58%            |
| Altri costi pagati a Borsa                   | 2,62%             |
| Costi pagati all'autorità                    | 7,71%             |
| <i>Investor relation</i>                     | 32,82%            |
| Costi legali                                 | 19,30%            |
| <i>Roadshows</i>                             | 9,07%             |
| Annunci stampa obbligatori                   | 11,83%            |
| Costi di custodia                            | 8,06%             |

Fonte: An assessment of the quality of listing services: the Italian case.

facoltà per le società chiuse di utilizzare gli IAS/IFRS ai fini della redazione del bilancio di esercizio (art. 4, co. 6, del Decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38).

I dati relativi al numero di società iscritte al Registro delle Imprese a fine 2011 evidenziano la necessità di un intervento in materia: a fronte di circa 1.500.000 società a responsabilità limitata, solo circa 50.000 società risultavano costituite nella forma di società per azioni (fonte *Unioncamere*). Ciò dimostra una tendenziale preferenza degli imprenditori verso il ricorso al tipo SRL che può essere giustificato, anche tenuto conto dei recenti provvedimenti legislativi di semplificazione, dall'elevata flessibilità delle regole civilistiche che disciplinano la struttura finanziaria (ammontare del capitale sociale minimo), dai minori costi di gestione, dai meccanismi di amministrazione e controllo e dalla relativa derogabilità degli stessi. Per converso, la costituzione in forma di SRL, nella misura in cui non prevede che le partecipazioni al capitale siano incorporate in titoli azionari, limita fortemente la possibilità di far fronte alle esigenze di finanziamento e di crescita mediante l'apertura al mercato dei capitali.

La riduzione dell'ammontare minimo del capitale sociale delle SPA consente di allineare tale valore a quanto previsto dagli ordinamenti dei principali Stati membri dell'UE<sup>5</sup>.

Al fine di portare a compimento il processo di revisione della disciplina delle SPA, occorre intervenire per ridurre ulteriormente lo "scalino normativo" tra società chiuse (che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) e società aperte, introducendo una maggiore flessibilità nelle regole di *governance* previste dal diritto delle società quotate, a partire dalla razionalizzazione dell'attuale sistema dei controlli interni.

In questa direzione si muove l'art. 20, comma 2 del Decreto-Legge, che rimuove i vincoli esistenti alla facoltà per le società chiuse di utilizzare gli IAS/IFRS (*International Financial Reporting Standards*). L'adozione dei principi contabili internazionali, che devono obbligatoriamente essere utilizzati per la redazione del bilancio delle società quotate, consente di avvicinare la struttura organizzativo-contabile delle società chiuse a quella delle quotate, rendendo più agevole la possibile quotazione o comunque l'accesso al mercato dei capitali.

---

<sup>5</sup> In Germania, l'art. 7 dell'*Aktiengesetz* fissa il capitale sociale in misura pari ad almeno 50.000 euro; in Regno Unito, secondo quanto previsto dal *Companies Act*, sec. 763(1), esso è pari a 50.000 sterline (meno di 60.000 euro); in Francia, il *Code de commerce* fissa il capitale minimo in misura pari ad euro 37.000 per le società che non fanno appello al pubblico risparmio.

## ***7. Le disposizioni volte ad ampliare le fonti di finanziamento delle imprese***

Al fine di ampliare le fonti di finanziamento per le imprese, il Decreto-Legge contiene una serie di misure volte, da un lato, a liberalizzare il mercato del credito e ad accrescerne la competitività e, dall'altro, a incentivare l'utilizzo di strumenti obbligazionari da parte delle imprese.

Con riferimento alle misure volte a favorire il finanziamento delle imprese, estrema importanza assume l'apertura del mercato del credito a soggetti diversi dalle banche e la conseguente rimozione della riserva di attività in favore dei soggetti bancari.

Si tratta di un cambiamento significativo, poiché consente di ampliare l'ammontare di risorse disponibili per il finanziamento delle attività produttive e di determinare un incremento della competitività in un settore rilevante quale quello del credito. Ciò potrà verosimilmente tradursi in una riduzione del costo del credito per le imprese.

Più nel dettaglio, il Decreto-Legge estende l'attività di concessione di prestiti alle imprese di assicurazione e alle società di cartolarizzazione, limitatamente alle operazioni condotte nei confronti delle imprese non finanziarie, dettandone la relativa disciplina.

Con riguardo alle imprese di assicurazione, occorre osservare che fino ad oggi non era consentito a tali società l'accesso diretto al mercato del credito, prevedendosi solo la possibilità di investire in crediti concessi da altri soggetti. Con le misure introdotte dal Decreto, tale limite viene rimosso per i soli crediti erogati a favore delle imprese. L'effetto positivo del provvedimento risulta duplice, poiché da un lato si determina un ampliamento delle opportunità di investimento per le assicurazioni, consentendo alle stesse una maggiore diversificazione, e dall'altro si incrementano le risorse disponibili per il finanziamento delle imprese.

La relativa disciplina di dettaglio è demandata alla Banca d'Italia e all'Ivass. In particolare, è previsto che i prenditori dei finanziamenti siano individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del Testo Unico Bancario. La norma dispone, inoltre, che tali intermediari debbano trattenere un "*significativo interesse economico nell'operazione fino alla scadenza della stessa*".

Norme analoghe a quelle descritte per le imprese di assicurazione sono previste dal Decreto-Legge con riferimento alle società di cartolarizzazione.

L'intervento degli istituti bancari nell'attività di *screening* dei potenziali debitori e nel successivo monitoraggio del credito si giustifica pienamente con riguardo alle

società di cartolarizzazione, in quanto veicoli dotati di strutture organizzative e gestionali non in grado di garantire un'adeguata gestione dei rischi di credito e di controparte. Si potrebbe invece valutare di ridurre tali presidi con riferimento alle imprese di assicurazione, che sono sottoposte ad una disciplina prudenziale di estremo dettaglio e quindi in grado facilmente di predisporre adeguate strutture organizzative e professionali per la gestione dei rischi.

Sempre in tema di apertura del mercato del credito agli intermediari non bancari, il Decreto porta a compimento il processo di riconoscimento in Italia dei *credit fund*, processo già avviato con le modifiche alla disciplina secondaria sul risparmio gestito (che recepiscono la AIFMD – *Alternative Investment Fund Managers Directive*), attualmente in fase di consultazione. Questo *set* di interventi offrirà la possibilità di istituire fondi, riservati a investitori professionali, che potranno investire direttamente il loro patrimonio in crediti alle imprese (salvo il rispetto di limiti all'uso della leva finanziaria).

L'esperienza dei *credit funds* in Europa è ancora allo stato embrionale, mentre risulta ormai consolidata nel mercato statunitense. Nel 2012 tali fondi hanno garantito infatti un volume di nuove erogazioni di finanziamento al settore *corporate* pari a circa 20 miliardi di dollari e il rinnovo di linee di credito (*roll-over*) per altri 40 miliardi.

In questo ambito, un aspetto fondamentale da tenere in considerazione è rappresentato dall'esigenza di assicurare un'adeguata tutela degli investitori. Il Decreto contiene disposizioni che vanno in questo senso. Ad esempio, con riferimento alle società di cartolarizzazione, dispone che i titoli emessi a fronte dei finanziamenti concessi, possano essere acquistati solo da investitori qualificati. Pienamente condivisibile risulta anche la previsione di un regime di separazione patrimoniale per ciascuna operazione di cartolarizzazione.

Su questo tema Consob si è recentemente attivata mettendo in consultazione una comunicazione sulla distribuzione alla clientela *retail* dei prodotti complessi, che raccomanda agli intermediari di non distribuire prodotti finanziari ad elevata complessità, come quelli derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti o di altre attività. Per i prodotti a minor grado di complessità, quali le quote dei fondi che investono in crediti e/o in operazioni di cartolarizzazione, viene invece raccomandata una distribuzione assistita da servizi di consulenza c.d. evoluta.

Passando infine alle misure dirette a favorire l'emissione di obbligazioni da parte delle imprese, il Decreto estende il regime di imposta sostitutiva anche a strumenti non quotati detenuti da investitori qualificati. Il beneficio fiscale così introdotto dovrebbe consentire una maggiore possibilità di *funding* per le imprese non quotate attraverso strumenti obbligazionari.

## **8. Conclusioni**

Vi sono oggi segnali incoraggianti di ripresa del mercato finanziario e delle quotazioni in particolare. A fronte delle due IPO del 2013, sono previste nel 2014 (ed in parte già realizzate) 16 nuove quotazioni sul mercato telematico azionario. Un contributo decisivo a questo nuovo *trend* viene dai processi di privatizzazione di importanti società pubbliche e dal ritorno di interesse mostrato dagli investitori, soprattutto esteri, sui nostri mercati.

Si tratta di una finestra di opportunità che le norme contenute nel Decreto-legge possono aiutare a sfruttare pienamente.

Le nuove disposizioni di per sé non potranno garantire il risultato. Occorrerà che le imprese e gli altri operatori del mercato siano capaci di cogliere i principi innovatori che animano questa legislazione e di mettere così in atto quel cambiamento che può consentire alle nostre imprese di crescere e competere sui mercati internazionali.