



CONFINDUSTRIA

UN'AGENDA PER IL CREDITO
PER LA CRESCITA DEL PAESE

giugno 2014



CONFINDUSTRIA

UN'AGENDA PER IL CREDITO
PER LA CRESCITA DEL PAESE

giugno 2014

1. PREMESSA	pag.	5
2. UN INTERVENTO ORGANICO E MASSIVO PER IL CREDITO A FAVORE DELL'ECONOMIA REALE	»	7
3. LA REGOLAMENTAZIONE BANCARIA E IL RUOLO DELLA BCE	»	17
4. UN NUOVO RAPPORTO BANCA-IMPRESA	»	19

* * * *

APPENDICE - LE MISURE IN DETTAGLIO

1. RIPENSARE E RAFFORZARE IL SISTEMA DI GARANZIA.	»	21
1.1. <i>I confidi</i>	»	21
1.2. <i>Il Fondo di Garanzia per le PMI.</i>	»	25
1.2.1. <i>Le misure da attuare</i>	»	25
1.2.2. <i>I Nuovi interventi</i>	»	26
2. PAGAMENTI DELLA PA - MODIFICHE AL DL 66/2014	»	28
3. FATTURAZIONE ELETTRONICA.	»	29
4. FAVORIRE LA DIFFUSIONE DI STRUMENTI DI DEBITO ALTERNATIVI	»	30
4.1. <i>LE MISURE FISCALI</i>	»	30
4.1.1. <i>Indeducibilità degli interessi passivi su strumenti di debito emessi da società diverse da quelle con azioni quotate</i>	»	30
4.1.2. <i>Eliminazione della ritenuta sugli interessi corrisposti ad investitori qualificati</i>	»	33
4.1.3. <i>Imposta sostitutiva sui finanziamenti a medio e lungo termine</i>	»	36
5. RAFFORZAMENTO PATRIMONIALE DELLE IMPRESE	»	36
5.1. <i>RAFFORZAMENTO DELL'ACE</i>	»	36
5.2. <i>INTERVENTI PER FAVORIRE LA QUOTAZIONE DELLE SMALL CAPS</i>	»	37
5.2.1. <i>Semplificazioni regolamentari</i>	»	36
5.2.2. <i>Misure fiscali</i>	»	42
5.3. <i>CROWDFUNDING</i>	»	42

1. PREMESSA

Gli investimenti e lo sviluppo delle imprese sono frenati dalla carenza di credito, dalle scarse possibilità di ricorso a canali finanziari alternativi a quello bancario e dalle forti tensioni di liquidità generate dai ritardi di pagamento delle PA.

Nella lunga fase di calo dei finanziamenti bancari osservata da settembre 2011 la struttura finanziaria delle imprese, in particolare delle PMI, caratterizzata, in media, da una bassa patrimonializzazione e da un'eccessiva dipendenza dal credito bancario, ha reso tali imprese deboli. La ridotta dimensione media è la principale causa che ha impedito loro di reperire risorse sui mercati dei capitali.

Per contrastare tale situazione, molte sono state le misure messe a punto negli ultimi anni anche grazie alle sollecitazioni di Confindustria. Dalla moratoria dei debiti al rafforzamento del Fondo di Garanzia per le PMI; dal potenziamento del Plafond PMI di Cassa Depositi e Prestiti all'introduzione del *PMI Supporting factor* volto ad attenuare l'impatto di Basilea 3 sul credito alle PMI; dal processo di smaltimento dei debiti della PA alla riforma di obbligazioni e cambiali finanziarie; dal rafforzamento dell'ACE agli interventi per potenziare i mercati dei capitali (Fondo Italiano d'Investimento; mercato AIM-MAC; *crowdfunding*) e favorire l'intervento di assicurazioni e fondi pensione nel finanziamento dell'economia reale.

Misure che hanno dato risultati importanti ovvero dalle quali si attende un contributo significativo nei prossimi mesi.

Per tornare a crescere è necessario proseguire lungo il sentiero intrapreso rafforzando gli strumenti esistenti e definendo nuove misure per spezzare il circolo vizioso *credit crunch*-recessione.

Tre sono le direttrici di tale intervento.

Innanzitutto è essenziale rivitalizzare il mercato creditizio - che resta centrale per le imprese, soprattutto quelle piccole e medie - e far sì che alle nostre aziende affluisca la liquidità necessaria a finanziare capitale circolante e investimenti. Al riguardo, un contributo importante dovrà provenire dagli strumenti di garanzia, che potranno essere ulteriormente rafforzati e rifinanziati con risorse provenienti dai fondi strutturali e dal sistema camerale. Considerata l'importanza cruciale che l'internazionalizzare riveste per lo sviluppo delle PMI, è poi essenziale sviluppare moderni ed efficienti strumenti finanziario-assicurativi per le imprese che esportano e realizzano investimenti all'estero. A livello internazionale, occorre assicurare la piena omogeneizzazione della regolamentazione bancaria. Inoltre, per rispondere alle difficoltà del mercato bancario, determinanti saranno le misure di recente adottate dalla BCE.

In secondo luogo, per alleviare le tensioni finanziarie delle imprese vanno riformati i rapporti tra imprese fornitrici e PA che dovranno essere improntati a trasparenza e correttezza. Il processo di smaltimento dei debiti scaduti pregressi deve essere completato con la massima tempestività e occorrerà assicurare il pieno rispetto dei termini di pagamento previsti dalla direttiva *Late Payment*. A tal fine l'entrata in funzione della fatturazione elettronica verso le PA centrali e locali - che consentirà di moni-



torare con precisione la formazione dei nuovi debiti - rappresenta un passaggio fondamentale ma dovrà essere realizzata senza disagi per le imprese e dovrà essere accompagnata da una revisione dei processi amministrativi interni della pubblica amministrazione, così da assicurare l'effettivo rispetto dei termini massimi di pagamento.

Infine, serve nuova finanza per le imprese. Ciò è essenziale oggi che i prestiti sono in calo, ma sarà cruciale anche dopo l'uscita dalla crisi, quando il credito bancario avrà strutturalmente un ruolo minore nel finanziamento dell'economia. Le imprese dovranno reperire le risorse necessarie per lo sviluppo attraverso canali alternativi a quello bancario. Maggiori risorse dovranno venire dal capitale proprio delle imprese. È dunque indispensabile sostenere la patrimonializzazione delle imprese, spingendole ad aprirsi ad investitori esterni, sia attraverso la leva fiscale sia rilanciando il mercato del *private equity* e del *venture capital*.

Di seguito un'analisi degli interventi da realizzare nell'arco del prossimo triennio che comprende l'attuazione di misure contenute in recenti provvedimenti e la definizione di interventi ritenuti necessari nel breve-medio periodo.

2. UN INTERVENTO ORGANICO E MASSIVO PER IL CREDITO A FAVORE DELL'ECONOMIA REALE

Le imprese non possono svilupparsi senza risorse finanziarie adeguate. Per cogliere la ripresa che si profila a livello globale, è pertanto necessario riaprire fonti inaridite e sviluppare nuovi canali.

Occorre agire per alleviare le tensioni finanziarie delle imprese risolvendo definitivamente il problema dei ritardati pagamenti della PA e riattivando il circuito del credito. E' inoltre essenziale promuovere il ricorso delle imprese a strumenti di debito alternativi a quello bancario e favorirne il rafforzamento patrimoniale.

Di seguito si delinea [UN'AGENDA DI AZIONI](#) che, anche utilizzando i fondi strutturali, consentirebbe di attivare [RISORSE PER OLTRE 185 MILIARDI NEL PERIODO 2014-2016](#), generando effetti positivi sul PIL e favorendo la ripresa della competitività del Paese.

• RAFFORZARE GLI STRUMENTI DI GARANZIA

L'Italia conta su un sistema di garanzia completo e articolato, basato su due componenti: una pubblica, rappresentata in particolare dal Fondo di Garanzia per le PMI e una privata, costituita dal sistema dei confidi. Durante la crisi, il sistema si è rivelato strategico per l'accesso al credito delle PMI. Il Fondo e i confidi sono stati in prima linea a fianco delle imprese registrando forti tassi di incremento dell'attività e delle insolvenze. Vi è oggi l'esigenza di avviare una riflessione ampia a livello nazionale per [RIPENSARE E RAFFORZARE IL SISTEMA DI GARANZIA](#). Ciò significa anche ridisegnare il sistema dei confidi e riformare il Fondo di Garanzia per le PMI.

Per quanto concerne i [CONFIDI](#) è urgente:

1. affrontare il tema della patrimonializzazione. In proposito occorre:

- attuare con urgenza le misure per la patrimonializzazione contenute all'articolo 1, commi 54 e 55 della legge 27 dicembre 2013, n. 147 (Legge di Stabilità 2014);
- attivare ulteriori risorse provenienti dal sistema camerale e dalla nuova programmazione dei fondi strutturali. In particolare, si stima che:
 - ✓ dal sistema camerale potrebbero provenire almeno altri 70 milioni annui in aggiunta a quelli previsti dalla Legge di Stabilità (pari a 70 milioni annui per il triennio 2014-2016);
 - ✓ dalla nuova programmazione dei Fondi strutturali - ipotizzando di utilizzare per i confidi circa un terzo delle risorse che la proposta recentemente inviata dal Governo alla Commissione Europea prevede di destinare agli interventi per il "Miglioramento dell'accesso al credito" (Risultato Atteso 3.6) e concentrandone, in una logica anticongiunturale, l'utilizzo nei primi 3 anni della programmazione - potrebbero provenire circa 150 milioni annui per il triennio 2014-2016 (si tratta di risorse che per due terzi sono destinate alle Regioni del Mezzogiorno).



Qualora tali risorse fossero concentrate sugli intermediari più efficienti (che hanno il maggior effetto leva: in media circa 15) con i 220 milioni sopra indicati si potrebbero ottenere circa 3,3 miliardi di nuovi finanziamenti alle PMI;

2. promuovere una riorganizzazione del sistema, favorendo le aggregazioni.

Per quanto riguarda il Fondo di Garanzia per le PMI occorre innanzitutto **RENDERE OPERATIVE, CON LA MASSIMA TEMPESTIVITÀ, LE MISURE MESSE A PUNTO DI RECENTE**. In particolare è necessario:

1. dare attuazione alle disposizioni sull'istituzione del Sistema Nazionale di Garanzia contenute all'articolo 1, comma 48 della Legge di Stabilità 2014;
2. rendere operativa la misura introdotta dall'art. 12, comma 6-bis, del DL Destinazione Italia, che prevede la possibilità per il Fondo di garantire SGR che sottoscrivano obbligazioni e titoli simili emessi da PMI.

Inoltre, nel breve-medio periodo vanno valutati **ULTERIORI INTERVENTI**. In particolare:

1. elevare l'importo massimo garantito a 5 milioni di euro;
2. rimuovere la riserva del 50% a favore delle operazioni di importo garantito fino a 500mila euro;
3. prevedere la possibilità di prenotazione della garanzia da parte delle imprese;
4. valutare modifiche alle modalità di concessione di garanzie di portafoglio. A tale intervento, introdotto dal Dl Salva Italia e reso operativo solo a maggio scorso, sono destinati fino a 100 milioni di euro che, considerato il moltiplicatore elevato, potrebbero favorire la concessione di circa 2 miliardi di finanziamenti alle PMI. La misura sui portafogli è stata tuttavia costruita con modalità che ne limitano le potenzialità. Andrebbe dunque rivista, in particolare svincolando la valutazione del merito di credito delle PMI dal modello di valutazione del Fondo. Si dovrebbe inoltre valutare un intervento a copertura di portafogli crediti già in essere, condizionato però all'erogazione da parte delle banche di nuovo credito alle PMI;
5. introdurre semplificazioni procedurali e potenziare le procedure automatiche, anche al fine di abbreviare i tempi di concessione della garanzia;
6. incrementare ulteriormente la dotazione del Fondo. L'attuale dotazione è tale da assicurare, nel 2014, una crescita delle garanzie prestate pari a circa il 30% rispetto al 2013. Volendo tuttavia puntare a una crescita maggiore (che si potrebbe determinare realizzando gli interventi indicati ai punti precedenti), appare necessario rifinanziare il Fondo, anche favorendo l'afflusso di risorse provenienti dalla nuova programmazione dei fondi strutturali.

In proposito - ipotizzando, in analogia con quanto previsto in precedenza per la patrimonializzazione dei confidi, di utilizzare un terzo delle risorse dei fondi strutturali 2014-2020 destinate agli interventi per il "Miglioramento dell'accesso al credito" (Risultato Atteso 3.6.) e concentrandone l'utilizzo nei primi 3 anni della programmazione - al Fondo arriverebbero circa 150 milioni annui per il triennio 2014-2015 (come anche sopra ricordato si tratta di risorse che per due terzi sono destinate alle Regioni

del Mezzogiorno), che, considerato un moltiplicatore di 15, genererebbero finanziamenti per circa 2,3 miliardi. Qualora le risorse venissero utilizzate per la concessione di garanzie di portafoglio, il moltiplicatore sarebbe più elevato.

Quelle sopra indicate sono misure realizzabili entro la fine del 2014. Tuttavia, si sottolinea che l'intero funzionamento del Fondo potrebbe essere ripensato conferendogli un assetto più moderno. L'emergenza della crisi ha reso necessario innalzare il più possibile le percentuali di copertura del Fondo e ha impedito di svolgere riflessioni sul collegamento tra tali percentuali e la rischiosità delle operazioni. In futuro, una volta arrestata la contrazione del credito, sarà possibile rivedere le regole di funzionamento del Fondo in tale direzione. A tal fine, si auspica che il Governo attivi un confronto con Confindustria.

• **RISOLVERE IL PROBLEMA DEI RITARDATI PAGAMENTI DELLA PA**

Per alleviare le tensioni finanziarie delle imprese vanno riformati i rapporti tra imprese fornitrici e PA che dovranno essere improntati a trasparenza e correttezza. Il disagio derivante dai ritardati pagamenti della PA non si arresta al perimetro delle fornitrici della PA, ma contagia, con un vero e proprio effetto domino, tutta l'economia, rendendo lento e vischioso l'intero sistema dei pagamenti.

Il processo di smaltimento dei debiti scaduti avviato con il DL 35/2013 e proseguito con il DL 102/2013 ha dato primi risultati di grande importanza. Al 28 marzo 2014 sono stati pagati 23,5 miliardi di debiti.

Ciò ha effettivamente contribuito a ridurre lo stock di debiti pregressi: Banca d'Italia, nell'ultima Relazione annuale presentata lo scorso 30 maggio, ha infatti stimato che l'ammontare dei debiti commerciali delle PA è sceso dai 90 miliardi del 2012 a circa 75 miliardi.

Le imprese hanno comunque avuto un primo, rilevante, sollievo dalle tensioni finanziarie e hanno iniziato a utilizzare le risorse provenienti dal pagamento dei debiti per programmare investimenti.

Secondo l'indagine qualitativa Banca d'Italia – Il Sole 24 Ore, nella seconda metà del 2013 le imprese di industria e servizi hanno utilizzato i pagamenti ricevuti per accrescere le riserve di liquidità (6,2%) e ridurre i debiti verso banche (41,5%), Stato (6,1%) e fornitori (29,2%); una quota significativa è andata a finanziare nuovi investimenti privati (6,7%).

Il Centro Studi Confindustria stima che, nel medio termine, il 20% circa di tali risorse sarà utilizzato per investimenti. Infatti, secondo le ultime valutazioni di gennaio 2014, il pagamento in due anni dei primi 40 miliardi stanziati dal DL 35/2013 può generare un aumento degli investimenti delle imprese di 8,3 miliardi aggiuntivi in quattro anni (di cui 3,1 miliardi entro la fine del 2014).

Le risorse stanziati dal DL 35/2013 e dal DL 66/2014 per l'anno in corso debbono essere utilizzate nel minor tempo possibile.

Il pagamento dei debiti pregressi deve essere completato con la massima tempestività. Le recenti misure varate dal Governo con il DL 66/2014, che vanno nella giusta direzione, dovranno quindi essere attuate senza ritardi. Occorre però:

- **MODIFICARE IL DL 66/2014** per assicurare il miglior funzionamento possibile del meccanismo per lo



smobilizzo dei crediti presso il sistema finanziario previsto dall'articolo 37. In particolare andrà esteso l'istituto della certificazione anche agli enti che oggi non possono rilasciarla;

- **AMPLIARE LE IPOTESI DI COMPENSAZIONE DI TALI CREDITI CON DEBITI FISCALI E CONTRIBUTIVI.**

Complessivamente, considerando:

- i residui del DL 35/2013 per l'anno 2013,
- lo stanziamento del DL 35/2013 per il 2014 al netto delle risorse destinate ai rimborsi fiscali,
- lo stanziamento aggiuntivo del DL 66/2014;
- il meccanismo previsto dall'articolo 37 del DL 66/2014, che potrebbe consentire di smobilizzare il restante debito di parte corrente quantificato, partendo dalle ultime stime di Banca d'Italia sopra richiamate, in circa 36 miliardi (si ipotizzano 18 miliardi nel 2014 e 18 miliardi nel 2015),

nel 2014 si potrebbero pagare debiti per circa 46.5 miliardi (altri 18 nel 2015).

Per completare lo smaltimento dei debiti pregressi si dovrebbero pagare anche i debiti scaduti di parte capitale che, secondo le ultime stime di ANCE, ammontano a circa 11 miliardi e che non beneficiano del meccanismo di cui all'articolo 37 del DL 66/2014. Tale misura ha però impatto sul rapporto deficit/PII: andrebbero dunque individuate apposite fonti di copertura.

10

Per quanto concerne i nuovi debiti, occorrerà assicurare il pieno rispetto dei termini di pagamento previsti dalla direttiva *Late Payment*.

A tal fine, l'avvio della **FATTURAZIONE ELETTRONICA** tra imprese e PA centrali e locali - che favorirà il monitoraggio dei nuovi debiti - rappresenta un passaggio fondamentale e dovrà essere realizzata limitandone l'impatto per le imprese.

Si dovrà inoltre assicurare che l'entrata in funzione della fatturazione elettronica si accompagni a una revisione dei processi amministrativi interni della PA, così da assicurare l'effettivo rispetto dei termini massimi di pagamento. Questo tema è stato portato all'attenzione del Forum Italiano sulla Fatturazione Elettronica, a cui partecipa anche Confindustria, che lo approfondirà attraverso la costituzione di un gruppo di lavoro dedicato.

• **ATTUARE IL "PACCHETTO IMPRESE" DI CDP**

Occorre promuovere una tempestiva attivazione del "Pacchetto Imprese" varato da CDP a fine gennaio e che prevede il rafforzamento del "Plafond PMI" attraverso:

- la ridefinizione del perimetro delle PMI che possono accedere al "Plafond PMI";
- la costituzione del "Plafond PMI - MID", destinato al finanziamento delle spese di investimento e delle esigenze di incremento del capitale delle *mid cap* e dotato di 2 miliardi;

- la costituzione del “Plafond PMI - Reti”, dotato di 500 milioni di euro aggiuntivi, finalizzato ad agevolare la crescita dimensionale delle PMI che sottoscrivano un contratto di rete.

Nel complesso, considerati i residui, il Plafond dispone di circa 6.5 miliardi.

• SOSTENERE GLI INVESTIMENTI

✓ POTENZIARE LA NUOVA SABATINI

Le imprese stanno mostrando forte interesse per l’agevolazione introdotta dall’articolo 2 del DL Fare, la cosiddetta Nuova Sabatini, che rappresenta uno strumento importante per stimolare gli investimenti delle imprese, in particolare di quelle manifatturiere. Per questo è opportuno potenziarla attraverso le seguenti misure:

1. semplificare la procedura attuale per la fruizione dell’agevolazione così da ridurre i tempi di erogazione del finanziamento e limitare l’incertezza delle imprese;
2. rifinanziare l’agevolazione e assicurarle continuità su base triennale.

Stando ai primi dati sulle domande di finanziamento/contributo è possibile ipotizzare che le risorse si esauriscano entro i prossimi 3-4 mesi. Vanno stanziati altri 190 milioni nel 2014 per la concessione del contributo agli interessi e, conseguentemente, occorre ampliare il plafond messo a disposizione da CDP fino a 5 miliardi. Al riguardo, si potrebbe anche ipotizzare una modifica dell’impianto della Nuova Sabatini, svincolando l’agevolazione dalla provvista di CDP. In particolare, si potrebbe prevedere il ricorso facoltativo alla provvista di CDP, consentendo alle banche e agli intermediari finanziari di ricorrervi nel caso in cui il loro costo di *funding* sul mercato sia più elevato rispetto a quello proposto da Cassa.

Questo contribuirebbe non solo a migliorare le condizioni di accesso al credito delle imprese, ma consentirebbe anche alle banche che abbiano esaurito la loro capacità di accesso alla provvista CDP di continuare a sostenere le imprese clienti che vogliono usufruire del contributo del MISE.

Le risorse per il nuovo stanziamento potrebbero provenire dalla nuova programmazione dei fondi strutturali. In proposito - ipotizzando di utilizzare meno di un terzo delle risorse che la proposta del Governo alla Commissione Europea prevede di destinare al “Rilancio della propensione agli investimenti del sistema produttivo” (Risultato Atteso 3.1) e concentrandone, in una logica anticongiunturale, l’utilizzo nei primi 3 anni della programmazione - la Nuova Sabatini potrebbe essere rifinanziata con circa 190 milioni annui per il triennio 2014-2016 (risorse destinate per due terzi alle Regioni del Mezzogiorno). Tali fondi potrebbero attivare 2,5 miliardi di investimenti aggiuntivi nel 2014 e 2,5 miliardi di investimenti per ciascuno degli anni 2015 e 2016.

Non va peraltro trascurato il fatto che la realizzazione dei nuovi investimenti determinerebbe un maggior gettito fiscale.



Si segnalano, infine, le difficoltà generate dal fatto che le società di leasing per avere accesso alla provvista CDP devono essere garantite da banche: impegni di garanzia vanno considerati ai fini del calcolo dell'esposizione complessiva delle stesse banche garanti verso CDP.

✓ INTRODURRE STRUMENTI AUTOMATICI DI SOSTEGNO AGLI INVESTIMENTI

La nuova Sabatini dovrebbe essere affiancata da altri regimi di aiuto complementari, capaci di perseguire specifici obiettivi di politica industriale (ricerca e innovazione; rilancio e attrazione degli investimenti; soluzione di crisi d'impresa).

In particolare si dovrebbe introdurre una misura fiscale di favore che agevoli, sia ai fini IRES che IRAP, i nuovi investimenti incrementali in beni strumentali.

Inoltre, per accelerare gli investimenti si dovrebbe prevedere un credito di imposta che potrebbe essere finanziato anche da fondi strutturali europei della prossima programmazione 2014-2020, ovvero da risorse nazionali per la politica di coesione.

A titolo di esempio, ipotizzando di utilizzare per la concessione di tale credito di imposta per gli investimenti (30% di agevolazione) circa un terzo delle risorse che la proposta del Governo alla Commissione Europea prevede di destinare al "Rilancio della propensione agli investimenti del sistema produttivo" (Risultato Atteso 3.1) - si ricorda che due terzi di tali risorse vanno alle regioni del Mezzogiorno - e concentrandone l'utilizzo nei primi 3 anni della programmazione, si potrebbero attivare investimenti per circa 640 milioni annui per il triennio 2014-2016. L'effetto sarebbe ancora più elevato (1,3 miliardi) qualora si utilizzassero due terzi delle risorse disponibili per il Risultato Atteso 3.1.

12
...

• RAFFORZARE GLI STRUMENTI FINANZIARI A SOSTEGNO DELL'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE IMPRESE

L'attività internazionale riveste importanza cruciale per le PMI, che devono realizzare programmi di sviluppo industriale all'estero così da ampliare e consolidare la loro presenza e le loro quote di mercato. In questo quadro è fondamentale disporre di strumenti di sostegno finanziario per le attività legate all'export accessibili ed efficaci.

Gli strumenti offerti da Simest e SACE sono migliorati nel tempo, tuttavia, per favorirne il loro utilizzo, potrebbero essere ulteriormente affinati e resi più attraenti. In particolare andrebbero ridotti i costi legati alla fornitura di garanzie a fronte dei servizi ricevuti, notoriamente fonte di grandi difficoltà per le imprese di piccola dimensione.

I cambiamenti societari che hanno di recente coinvolto Sace e Simest (loro acquisizione da parte di CDP), e la previsione di ulteriori evoluzioni (tra cui l'ipotesi, da parte del Governo, di privatizzazione della Sace) possono offrire una utile occasione per un necessario ripensamento e riorientamento degli strumenti finanziari e assicurativi, al fine di un loro adeguamento alle moderne esigenze delle imprese e del commercio internazionale.

In questo ambito si inserisce il progetto di Confindustria e ABI - attualmente in fase di avviamento - che, attraverso la costituzione di gruppi di lavoro composti da esperti di imprese e banche, mira a elaborare proposte congiunte per il rafforzamento degli strumenti per l'internazionalizzazione delle imprese.

In tema di sostegno all'internazionalizzazione, un capitolo a parte deve essere comunque dedicato al supporto pubblico al credito all'esportazione concesso a valere sul Fondo di cui all'articolo 3 della legge 28 maggio 1973, n. 295 (ex Legge "Ossola") che è volto a consentire agli esportatori o alla banche che finanziano a medio/lungo termine i contratti di esportazione di beni d'investimento di: a) coprire i rischi del credito e di tasso fisso d'interesse derivanti dall'operatività a medio e lungo termine; b) sopperire alle difficoltà del sistema bancario nell'operare oltre il breve termine per volumi consistenti.

Negli ultimi anni si è assistito ad una riduzione dei fondi destinati a tale agevolazione. La legge di stabilità 2013 ha comunque stanziato 200 milioni per il 2014. Tali fondi dovrebbero, tuttavia, essere previsti su base triennale per garantire il mantenimento dell'operatività dello strumento.

• FAVORIRE LA DIFFUSIONE DI STRUMENTI DI DEBITO ALTERNATIVI

Il credito bancario non è più sufficiente a soddisfare i fabbisogni finanziari delle imprese connessi alla ripresa degli investimenti produttivi. Ma senza tali investimenti l'economia italiana non potrà tornare a crescere su basi solide. È dunque essenziale sviluppare canali finanziari alternativi a quello bancario.

In proposito, decisamente apprezzabili sono gli interventi di riforma contenuti nel DL Crescita e nel DL Crescita-bis del 2012 e nel DL Destinazione Italia che hanno introdotto misure, anche di natura fiscale, per favorire il finanziamento delle imprese non quotate attraverso strumenti diversi dal debito bancario, quali i cosiddetti minibond e le cambiali finanziarie.

Tali misure - che secondo diverse stime sarebbero utilizzabili da almeno 10mila imprese che rappresentano la parte più dinamica e con maggiori potenzialità di sviluppo del nostro sistema produttivo - hanno già prodotto primi risultati degni di nota: si sono registrate le prime emissioni di mini-bond, quotate sul nuovo mercato dedicato ExtraMOT-Pro; si sono costituiti numerosi fondi di *private debt*.

La maggior parte dei nuovi fondi, però, sta ancora raccogliendo risorse. E' necessario, vista l'esigenza di promuoverne l'azione, favorire l'investimento in tali fondi da parte degli investitori istituzionali.

In tal senso particolarmente positive sono le misure contenute nel DL Destinazione Italia che appaiono concretamente in grado di favorire l'afflusso di risorse dagli investitori istituzionali italiani, oltre che esteri, a vantaggio del sistema produttivo italiano.

La spinta all'azione dei fondi di debito e all'investimento in tali fondi da parte di compagnie di assicurazione e fondi pensione potrà essere ulteriormente rafforzata attraverso:

- un'iniziativa istituzionale tesa a costituire un "fondo di fondi" che investa in fondi di *private debt*. In proposito Confindustria condivide l'iniziativa allo studio da parte del Fondo Italiano d'Investimento che prevede la costituzione di un fondo di fondi alimentato prevalentemente da risorse di CDP;
- l'attuazione tempestiva, richiamata anche in precedenza, dell'articolo 12, comma 6-bis, del DL De-



stinazione Italia, che prevede la possibilità per il Fondo di garantire SGR che sottoscrivano obbligazioni e titoli simili emessi da PMI;

- la rimozione dei vincoli civilistici all'emissione di obbligazioni;
- nuovi **INTERVENTI DI NATURA FISCALE**.

- **PROMUOVERE IL RAFFORZAMENTO PATRIMONIALE DELLE IMPRESE**

Maggiori risorse dovranno venire dal capitale proprio delle imprese.

Deve ripartire il percorso di rafforzamento patrimoniale che si stava realizzando nel decennio pre-crisi e che è stato interrotto negli ultimi anni.

Va detto che la bassa patrimonializzazione media delle imprese italiane è conseguenza anche dei deficit di competitività del Paese: in particolare un *global tax rate* e un costo dell'energia ben più elevati di quelli di altri Paesi europei, quali la Germania. Senza tale deficit le imprese avrebbero potuto disporre di maggiori risorse per rafforzarsi patrimonialmente.

È indispensabile sostenere la patrimonializzazione delle imprese. Anche sul fronte dell'*equity*, il ruolo degli investitori istituzionali sarà importante.

14
....

Va rilevato che sui mercati dei capitali si sta osservando un dinamismo che lascia ben sperare. In particolare, segnali importanti provengono dal nuovo listino AIM-MAC e dall'interesse che ruota intorno al progetto Elite di Borsa Italiana, strategico per avvicinare le PMI ai mercati dei capitali.

Per sostenere la tendenza osservata e promuovere la capitalizzazione delle imprese occorrerà:

- puntare sul Fondo Italiano d'Investimento che nella prima fase della sua attività ha rappresentato un forte stimolo per il private equity e il venture capital. E' ora indispensabile avviare la seconda fase di attività del Fondo attraverso la costituzione di nuovi fondi di capitale di rischio e di debito. In tale ambito, particolare importanza riveste l'intervento di CDP che potrebbe destinare ai nuovi fondi circa 300 milioni nel 2014;
- rafforzare e razionalizzare l'**ACE**;
- realizzare interventi per **FAVORIRE LA QUOTAZIONE DELLE SMALL CAPS**. In particolare attraverso: un'iniziativa istituzionale volta alla creazione di un fondo di fondi specializzato nell'investimento in fondi che investano in *small caps* quotate o quotande; semplificazioni regolamentari; misure fiscali. In proposito si segnala che Confindustria partecipa al progetto Più Borsa. Al paragrafo 5.2. dell'Appendice sono riportate le proposte prioritarie per Confindustria tra quelle condivise dai partecipanti al progetto, con l'aggiunta di una proposta specifica relativa ai componenti di minoranza e indipendenti del CdA;
- rafforzare il *crowdfunding*, ampliandone l'ambito di applicazione e semplificando alcune previsioni del Regolamento Consob 18592 del 26 giugno 2013.

- **PROMUOVERE L'INVESTIMENTO DI FONDI PENSIONE E COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE NEL SISTEMA PRODUTTIVO**

È importante agevolare le compagnie di assicurazione e i fondi pensione nella realizzazione di investimenti di lungo periodo che possano contribuire al sostegno dell'economia reale, con ricadute positive sul sistema produttivo italiano e sulla patrimonializzazione delle imprese, con particolare riguardo alle PMI.

Tale esigenza è stata sottolineata anche dalla Commissione europea nella recente Comunicazione sui finanziamenti a medio e lungo termine (che segue il Libro verde dello scorso anno) che mira a mobilitare fonti private di finanziamento a lungo termine all'economia reale.

Stando agli ultimi dati ufficiali disponibili (Relazione Ivass del maggio 2013), il portafoglio detenuto dalle compagnie a copertura delle riserve tecniche investito in titoli pubblici supera il 60% del totale, e le obbligazioni - in prevalenza bancarie - assorbono meno di un quarto del portafoglio.

Il patrimonio dei fondi pensione ammonta complessivamente a oltre 90 miliardi (esclusi PIP). Per quanto riguarda i fondi pensione negoziali, alla fine del terzo trimestre del 2013 il patrimonio in gestione si è avvicinato ai 34 miliardi di euro facendo registrare una variazione positiva, rispetto alla fine del 2012, del 10%. In termini di *asset allocation*, oltre il 70% delle risorse finanziarie risulta investito in titoli di debito a scadenza predeterminata, sia privati che pubblici, con larga prevalenza di questi ultimi. L'esposizione azionaria si attesta, anche via OICR, al 24%.

In ragione della significatività delle risorse, è opportuno che vengano creati i presupposti per stimolare e orientare l'attività di investimento dei fondi pensione anche verso lo sviluppo locale, gli investimenti infrastrutturali, nonché il finanziamento delle PMI.

Ciò attraverso l'individuazione di strumenti finanziari idonei - di cui sinora si è registrata la carenza di offerta - che, in condizioni di sicurezza per gli iscritti ai fondi pensione, possano intercettare una parte consistente del flusso annuo di TFR conferito alla previdenza complementare.

Peraltro, se si riuscisse a essere propulsivi sul fronte dell'economia reale, si creerebbe un circolo virtuoso in grado di favorire l'occupazione nonché le adesioni ai fondi pensione.

Al fine di favorire la diversificazione del portafoglio dei fondi pensione con l'utilizzo di un ventaglio di opzioni di investimento più ampie, si sottolinea la necessità che la revisione del DM 703/1996, oggetto di una lunga fase di consultazione, sia portata a termine nel più breve tempo possibile.

L'investimento in strumenti che consentono di veicolare risorse al sistema Paese presenta elevate complessità gestionali e richiede expertise e competenze specifiche, nonché idonei presidi organizzativi in grado di valutare la maggiore rischiosità degli investimenti. Ma si tratta di un passo da compiere nell'interesse del Paese.

La riforma dei minibond realizzata dal DL Destinazione Italia rappresenta, tra le altre, un'importante occasione per attrarre l'investimento di investitori istituzionali nazionali ed esteri nell'economia reale e creare sinergie positive tra il risparmio previdenziale e assicurativo e gli investimenti delle imprese.

Peraltro, la contestuale previsione della estensione del Fondo di Garanzia per le PMI a copertura di SGR che sottoscrivano minibond, consente di integrare la maggiore rischiosità dell'investimento con la



presenza di elementi di garanzia pubblica, destinati a mitigare i rischi di controparte.

Per quanto riguarda le assicurazioni, grazie alle disposizioni del DL Destinazione Italia e ai successivi interventi regolamentari dell'IVASS, le stesse potranno sostanzialmente investire fino al 6% delle loro riserve tecniche in minibond ed in titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di portafogli di minibond (le assicurazioni possono inoltre investire in fondi di debito con i limiti previsti dal Regolamento IVASS 36/2011).

Considerato che gli attivi a copertura delle riserve tecniche delle compagnie italiane ammontano a oltre 400 miliardi, il flusso aggiuntivo che potrebbe arrivare all'economia a seguito delle nuove previsioni normative ammonterebbe a oltre 24 miliardi. Se, in una fase iniziale, le assicurazioni si limitassero a investire anche solo lo 0,5% delle loro riserve nei suddetti strumenti, inclusi i fondi di debito, il flusso ammonterebbe a circa 2 miliardi di euro.

Se a ciò si aggiungesse, in un'ipotesi prudente, un altro 0,5% di investimenti in fondi di *private equity*, tipologia di investimento con la quale le compagnie di assicurazione risultano già avere consuetudine, il flusso proveniente dal comparto ammonterebbe a circa 4 miliardi.

Si dovrebbe poi consentire alle assicurazioni di finanziare direttamente le imprese, in linea con quanto avviene in altri paesi europei.

3. LA REGOLAMENTAZIONE BANCARIA E IL RUOLO DELLA BCE

• LA REGOLAMENTAZIONE BANCARIA

Le nuove regole di Basilea 3 e il *deleveraging* in corso nel sistema bancario contribuiscono ad aggravare la restrizione creditizia. Ciò colpisce in modo particolare le PMI.

In tal senso di particolare importanza è l'introduzione, proposta da Confindustria insieme ad ABI e alle altre Associazioni imprenditoriali italiane, del *PMI Supporting Factor*. È ora importante assicurare che l'applicazione di tale moltiplicatore - che consente di ridurre l'accantonamento a capitale di vigilanza effettuato dalle banche a fronte dei crediti erogati alle PMI, liberando liquidità da destinare all'erogazione di credito - sostenga effettivamente il credito alle PMI.

A livello internazionale occorre inoltre:

- assicurare, a livello di eurozona, una piena armonizzazione della regolamentazione e delle prassi di vigilanza così da raggiungere un effettivo "livellamento del terreno di gioco". È proprio questo lo scopo della supervisione unica affidata alla BCE;
- calibrare attentamente la parte di Basilea 3 che riguarda i coefficienti di liquidità e la leva per evitare eventuali ricadute negative sull'offerta di credito alle imprese;
- assicurare una puntuale applicazione dei recenti interventi normativi europei in materia di finanza tossica che contemperano la necessità di evitare un uso distorto, in chiave speculativa, di alcuni strumenti derivati con la possibilità, per soggetti qualificati, di avvalersi di strumenti finanziari finalizzati alla copertura dei rischi.

• IL RUOLO DELLA BCE

Per rivitalizzare il mercato bancario saranno determinanti le misure di recente adottate dalla BCE:

- il taglio dei tassi di riferimento per l'Eurozona che, stando alle dichiarazioni del Presidente della BCE, dovrebbero restare su questi livelli per un periodo lungo;
- il varo di *Targeted longer-term refinancing operations* (TLTROs), ovvero di nuove operazioni di rifinanziamento delle banche che, rispetto alle precedenti operazioni (LTROs), sono per la prima volta finalizzate alla concessione di credito alle imprese da parte delle banche;
- il prolungamento della procedura di "full allotment", ossia senza limiti di concessione rispetto agli importi chiesti dalle banche, nelle operazioni di rifinanziamento principali (MROs) e nelle LTRO a 3 mesi, per tutto il tempo necessario e almeno fino a dicembre 2016;
- la sospensione delle operazioni di sterilizzazione dei titoli di Stato acquistati nel periodo 2010-2011 sotto il Securities Markets Programme (SMP). Questa sospensione permetterà alla BCE di iniettare nel sistema liquidità per 170 miliardi.



Si tratta di misure da tempo auspiccate da Confindustria che, anche se arrivano tardi e potevano essere più coraggiose, potranno rappresentare una spinta importante per l'economia.

Per rafforzare tale spinta è essenziale che la BCE realizzi anche l'annunciato programma di acquisto di titoli ABS (Asset backed Securities), fondamentale per rivitalizzare il mercato delle cartolarizzazioni.

In tale ambito, sarebbe opportuno che la BCE, in linea con quanto già realizzato dalla FED, dedicasse specifica attenzione a una particolare classe di ABS, cioè quelle che hanno come attività sottostante i mutui (sia delle imprese sia delle famiglie) garantiti da immobili. In questo modo si potrebbe anche permettere alle imprese sane di realizzare operazioni volte a razionalizzare la propria struttura finanziaria attraverso finanziamenti a lungo termine garantiti da patrimoni immobiliari. Un simile intervento darebbe inoltre ossigeno al mercato immobiliare sostenendo i mutui casa.

Per rilanciare il credito, appare inoltre positivo quanto annunciato dal Governatore della Banca d'Italia nelle sue ultime Considerazioni finali in merito alle misure che la Banca intende adottare nelle prossime settimane per migliorare la situazione di liquidità delle banche e agevolare in questo modo la concessione di credito alle PMI. Si tratta, in particolare, dell'ampliamento della gamma dei prestiti utilizzabili a garanzia del rifinanziamento presso la BCE, anche al fine di ricomprendervi le linee di credito in conto corrente, molto diffuse tra le aziende italiane, in particolare di minori dimensioni.

4. UN NUOVO RAPPORTO BANCA-IMPRESA

Le misure sopra indicate, da attuare a livello nazionale ed internazionale, sono essenziali per rivitalizzare in tempi brevi il mercato creditizio e far ripartire l'economia. Ma perché esprimano tutto il loro potenziale devono essere accompagnate dalla modernizzazione delle relazioni tra banche e imprese.

Alla costruzione di un nuovo modello di relazione banca-impresa si dovrà concorrere da entrambe le parti.

Le imprese dovranno crescere, aumentare il grado di trasparenza e rafforzare la loro struttura finanziaria attraverso una maggiore patrimonializzazione e un più ampio ricorso a fonti di debito alternative a quello bancario. Tutto ciò trasformerà anche il rapporto banca-impresa, contribuendo, attraverso rating più alti, a far rifluire il credito.

Le banche dovranno essere pienamente consapevoli delle ricadute negative che deriverebbero per l'intera economia italiana dal perdurare di una forte stretta creditizia. Negli ultimi anni il credito è divenuto sempre più selettivo. All'inizio della crisi ciò è dipeso da difficoltà nella raccolta bancaria mentre più di recente il fenomeno è legato al deterioramento della qualità dei portafogli crediti.

Nel prossimo futuro sarà necessario un forte impegno delle banche per approfondire la conoscenza delle imprese e tenere conto delle reali prospettive di sviluppo delle singole aziende, a prescindere dal settore di appartenenza e dagli indicatori medi e dal livello di innovazione che lo caratterizzano. Le banche dovranno valorizzare l'utilizzo delle informazioni di natura qualitativa e aumentarne il peso nella valutazione del merito di credito della singola impresa.

Banche e imprese potranno definire insieme, attraverso accordi da siglare tra le associazioni di rappresentanza anche a livello territoriale e settoriale, le caratteristiche di modelli di valutazione fondati proprio su specifiche variabili qualitative (ad esempio: la qualità del management, le caratteristiche del progetto industriale, la presenza di certificazioni e brevetti) volti a cogliere le reali potenzialità future delle singole imprese.

L'obiettivo è giungere a un rapporto banca-impresa più trasparente, efficiente ed equilibrato nel quale non venga a mancare il credito proprio a quelle imprese sane che sono in grado di affrontare i mercati e crescere, trainando anche la ripresa del Paese.

LE MISURE SOPRA INDICATE MUOVONO RISORSE PER OLTRE 185 MILIARDI NEL TRIENNIO 2014-2016

	2014				2015				2016						
	a) Risorse disponibili	b) Flussi attesi	c) Risorse aggiuntive attivabili nell'anno	d) Flussi aggiuntivi	Totale Flussi 2014 (b+d)	a) Risorse disponibili	b) Flussi attesi	c) Risorse aggiuntive attivabili nell'anno	d) Flussi aggiuntivi	Totale Flussi 2015 (b+d)	a) Risorse disponibili	b) Flussi attesi	c) Risorse aggiuntive attivabili nell'anno	d) Flussi aggiuntivi	Totale Flussi 2016 (b+d)
Fondo di Garanzia PMI	1.350*	20.250	150**	2.250	22.500	1.150*	17.250	150**	2.250	19.500	1.250*	18.750	150**	2.250	21.000
Fondo di Garanzia PMI - Sezione speciale R&I	100	2.000			2.000										
Fondo di Garanzia PMI - Portafogli	100	2.000			2.000										
Confidi	295	4.425	220***	3.300	7.725	70	1.050	220***	3.300	4.350	70	1.050	220***	3.300	4.350
Plafond PMI CDP	6.500	6.500			6.500										
Nuova Sabatini	192	2.500	190**	2.500	5.000			190**	2.500	2.500			190**	2.500	2.500
Credito imposta investimenti			450**	1.350	1.350			450**	1.350	1.350			450**	1.350	1.350
Pagamento debiti PA****	46.500	46.500			46.500	18.000	18.000			18.000					18.000
ACE	1.450	1.450			1.450	2.300	2.300			2.300	2.258	2.258			2.258
Investimento CDP nel Fondo Italiano d'Investimento			300	100	100				100	100				100	100
Investimenti assicurazioni (minibond e private equity)			4.000	4.000	4.000			4.000	4.000	4.000			4.000	4.000	4.000
Totale	56.487	85.625	5.310	13.500	99.125	21.520	38.600	5.010	13.500	52.100	3.578	22.058	5.010	13.500	35.558
						TOTALE 2014-2015				186.783					

NOTE

*Include le risorse stanziare e rientri stimati prudenzialmente in 300 milioni per il 2014, 400 per il 2015 e 500 per il 2016.

** Risorse provenienti - in tutto o in parte - dalla programmazione dei fondi strutturali 2014-2020.

*** Include 70 milioni provenienti dal sistema camerale e 150 dai fondi strutturali.

**** Include: le risorse residue del DL 35 per il 2013; le risorse del DL 35 per il 2014 al netto di quelle destinate ai rimborsi d'imposta; le risorse del DL 66; 18 miliardi pagabili col meccanismo ex art. 37 del DL 66.

APPENDICE

LE MISURE IN DETTAGLIO

1. RIPENSARE E RAFFORZARE IL SISTEMA DI GARANZIA

L'Italia conta su uno dei sistemi di garanzia più completi e articolati del mondo basato su due componenti: una pubblica, rappresentata in particolare dal Fondo di Garanzia per le PMI e una privata, costituita dal sistema dei confidi. Tali componenti si integrano tra loro attraverso lo strumento della controgaranzia.

Durante la crisi, il sistema si è rivelato strategico per l'accesso al credito delle PMI. Il Fondo e i confidi sono stati in prima linea a fianco delle imprese registrando forti tassi di incremento dell'attività e delle insolvenze.

Per i confidi il flusso di insolvenze ha creato forti tensioni sul fronte patrimoniale giustificando l'intervento straordinario previsto dalla Legge di Stabilità: intervento che, come sottolineato anche in precedenza, è tuttavia ancora da attuare.

Al contempo, la crisi ha accentuato le difficoltà del sistema dei confidi di adeguarsi al nuovo quadro normativo - che ha previsto, per gli intermediari di dimensioni maggiori, la trasformazione in intermediari vigilati da Banca d'Italia - e ha messo in evidenza le carenze organizzative, oltre che patrimoniali, di tutti gli operatori.

Una situazione che ha dato risalto al ruolo del Fondo - significativamente potenziato anche su richiesta di Confindustria per assistere al meglio le imprese durante la crisi - generando la sempre più frequente percezione di strumenti concorrenti. Ciò appare in pieno contrasto con l'esigenza di disporre di un sistema pubblico/privato articolato e integrato e di assicurare, anche al fine di contenere l'impegno di risorse pubbliche, l'applicazione del principio di sussidiarietà.

Ciò richiama l'esigenza di avviare una riflessione ampia a livello nazionale per ripensare, rafforzandolo, il sistema di garanzia. Ciò significa anche ridisegnare il sistema dei confidi e ridefinire le modalità di integrazione tra Fondo e confidi.

1.1. I CONFIDI

Per quanto concerne i confidi è urgente affrontare il tema della patrimonializzazione, già richiamato in precedenza, che rappresenta una vera emergenza.

Occorre attuare le misure previste dall'articolo art. 1, commi 54 e 55 della Legge di Stabilità volte a sostenere il sistema dei confidi. In particolare, attraverso tali disposizioni, sono stati stanziati:

- 225 milioni per l'anno 2014 - incrementabili tramite risorse provenienti dalla programmazione europea 2014-2020 ovvero messe a disposizione da regioni, enti pubblici, camere di commercio a



sostegno dei processi di crescita dei confidi vigilati (cosiddetti confidi 107), delle operazioni di fusione finalizzate all'iscrizione nell'elenco dei confidi 107 e dei contratti di rete tra confidi: per l'attuazione di tale misura, che attinge risorse dal Fondo di garanzia per le PMI, servirà un decreto del MISE, di concerto con il MEF che dovrà essere preventivamente notificato e autorizzato da parte della Commissione europea;

- 70 milioni di euro annui per il triennio 2014-2016 destinate al rafforzamento di tutti i confidi. Tali risorse proverranno dal sistema camerale: compete al MISE definire, attraverso il decreto che fissa la misura annuale del contributo camerale, le modalità di attuazione di questo intervento.

Per quanto concerne la preventiva notificazione alla Commissione Europea delle misure contenute nell'emanando decreto ministeriale previsto dall'art. 1, comma 54, si ritiene che, alla luce della disciplina comunitaria sugli aiuti di stato, la previsione non può che essere interpretata nel senso della sua necessità solo nel caso in cui le misure definite nel decreto non rientrino in esenzioni generali per categoria ovvero nel regime *de minimis*, sempre che non sussistano le condizioni, indicate dalla stessa Commissione UE, in presenza delle quali un sostegno pubblico alle imprese può risultare compatibile con la disciplina comunitaria sugli aiuti di stato.

In altri termini, il riferimento normativo alla notificazione è da intendere come una mera previsione di chiusura volta a ribadire la necessità qualora gli interventi configurino un aiuto di stato e non siano esentabili, neppure in applicazione del *de minimis*. Procedere in ogni caso alla notificazione risulterebbe non solo inutilmente penalizzante, ma anche contrario agli stessi provvedimenti e alle comunicazioni dell'Unione in materia, volti proprio a limitare il ricorso a procedimenti di notificazione preventiva presso la Commissione, dispendiosi in termini di costi e di tempi. Ciò tanto più in quanto la scelta di una notificazione generalizzata potrebbe essere valutata come un'indicazione di riferimento per tutti gli enti pubblici che prevedano in futuro misure di sostegno per i confidi.

In ogni caso, fermo restando che è urgente emanare i suddetti provvedimenti per far affluire risorse ai confidi, si sottolinea l'importanza che, nella loro definizione, si concentrino le risorse sugli intermediari più strutturati ed efficienti che, peraltro, sono quelli con le maggiori esigenze di patrimonializzazione, anche in considerazione del fatto che sono sottoposti ai requisiti di capitale previsti dall'Accordo di Basilea.

Si dovrebbe, in altri termini, evitare di disperdere risorse pubbliche attraverso interventi a pioggia che vadano a vantaggio anche di intermediari che, per dimensioni e caratteristiche organizzative, non sono in condizione di apportare concreti benefici alle PMI. Inoltre per finanziare gli interventi di patrimonializzazione dei confidi sarebbe opportuno evitare di attingere risorse dal Fondo di Garanzia (che peraltro già sostiene l'azione dei confidi attraverso la controgaranzia). Al contrario, sarebbe opportuno prevedere un ben più consistente apporto del sistema camerale.

In particolare, per il futuro si dovrebbero attingere ulteriori risorse dal sistema camerale e dalla nuova programmazione dei fondi strutturali. In particolare, si stima che:

- dal sistema camerale potrebbero provenire almeno altri 70 milioni in aggiunta a quelli previsti dalla Legge di Stabilità;

- dalla nuova programmazione dei Fondi strutturali - ipotizzando di utilizzare per i confidi circa un terzo delle risorse che la proposta recentemente inviata dal Governo alla Commissione Europea prevede di destinare agli interventi per il "Miglioramento dell'accesso al credito" (Risultato Atteso 3.6) e concentrandone, in una logica anticongiunturale, l'utilizzo nei primi 3 anni della programmazione - potrebbero provenire circa 150 milioni annui per il triennio 2014-2015 (risorse che per due terzi sono destinate alle Regioni del Mezzogiorno).

Qualora tali risorse fossero concentrate sugli intermediari più efficienti (che hanno il maggior effetto leva: in media circa 15) con i 220 milioni sopra indicati si potrebbero ottenere circa 3.3 miliardi di nuovi finanziamenti alle PMI

Al contempo va affrontato il tema, altrettanto rilevante, della riorganizzazione del sistema, le cui criticità sono state in più occasioni sottolineate da Banca d'Italia. Un'eccessiva frammentazione e una ridotta dimensione media degli operatori del sistema. Una forte concentrazione dell'attività in capo ai principali operatori. Un forte divario tra i confidi vigilati e quelli tradizionali in termini di imprese assistite. Una minore incisività nelle Regioni del Mezzogiorno.

Per quanto riguarda i confidi vigilati, che rappresentano ormai la gran parte del sistema, Banca d'Italia ha messo in evidenza diversi aspetti che destano alcune preoccupazioni. Innanzitutto, il tema richiamato in precedenza della patrimonializzazione che, per quanto adeguato nella media del sistema, presenta tensioni in relazione ad alcuni intermediari e giustifica un intervento straordinario come quello contenuto nella Legge di Stabilità. È inoltre emerso che la produttività dei confidi (espressa in volume di garanzie per dipendente) è nettamente inferiore a quella di altri intermediari finanziari che svolgono attività di leasing, credito al consumo e prestazione di altri finanziamenti. Infine, dai controlli a distanza e dalle prime ispezioni compiute da Banca d'Italia - ispezioni che nella maggior parte dei casi si sono concluse con giudizi sfavorevoli - sono state riscontrate carenze nella *governance*, negli aspetti organizzativi, nel processo di erogazione del credito, nel monitoraggio dei rischi e nelle politiche di accantonamento.

Va riconosciuto che questi risultati sono in buona parte imputabili a fattori esogeni. Il processo evolutivo di portata epocale che è stato imposto ai confidi dalla riforma del settore è relativamente recente. Inoltre, nel mezzo del processo di riorganizzazione e rafforzamento che la trasformazione in intermediari finanziari ha richiesto, i confidi, al pari delle imprese, sono stati colpiti da una crisi senza precedenti.

Vista la centralità del ruolo dei confidi nell'accesso al credito delle PMI e la necessità di disporre, proprio nell'interesse delle PMI, di confidi solidi e competitivi, tali segnali non possono essere trascurati.

Bisognerà attraversare una nuova fase di cambiamento. Una fase che dovrà riguardare tutti. I confidi vigilati, ma anche quelli tradizionali.

Anche per questi ultimi, che non sono sottoposti al controllo di Banca d'Italia, si profila infatti un percorso di trasformazione orientato in parte dalla regolamentazione e in parte - e si tratta della spinta prioritaria - dalle esigenze del sistema delle PMI.

Con l'attuazione della riforma del testo unico bancario che sottoporrà tali organismi al controllo di un



apposito Organismo a sua volta vigilato da Banca d'Italia, tali confidi dovranno elevare i propri standard organizzativi. Un innalzamento che è comunque dovuto nell'interesse delle PMI industriali, che a loro volta devono crescere e hanno esigenze finanziarie sempre più complesse.

Se è vero che il *downgrading* dell'Italia ha, per il momento, eliminato il beneficio ai fini di Basilea della ponderazione di favore connessa alle garanzie dei confidi 107, equiparando tali garanzie a quelle dei confidi 106, è altrettanto vero che i confidi 106 sono più piccoli, meno strutturati per soddisfare le crescenti necessità delle imprese industriali, e hanno un contenuto effetto leva: circostanza che deve preoccupare soprattutto in termini di efficienza nell'utilizzo delle risorse pubbliche. È dunque importante che essi accrescano le loro dimensioni e la loro efficienza operativa e allocativa.

Il percorso di concentrazione che negli ultimi anni ha coinvolto intermediari di tutte le dimensioni e di tutte le aree del territorio è stato ambizioso e virtuoso. Ma viste le condizioni del mercato, esso non può considerarsi concluso.

Occorre ridurre il numero dei confidi, rivederne la *governance*, rafforzarne la patrimonializzazione così da scongiurare il rischio che si trasformino in strumenti "marginali", utili solo per le aziende più problematiche e confermarne il ruolo strategico.

Il sistema nel suo complesso dovrà quindi affrontare, nell'interesse delle imprese, un nuovo e radicale processo di aggregazione. In proposito, Confindustria e Federconfidi (la Federazione di rappresentanza dei confidi di area confindustriale) stanno lavorando congiuntamente al fine di promuovere la realizzazione:

- di contratti di rete tra confidi finalizzate al recupero di efficienza attraverso la messa in comune di specifiche funzioni e parti del processo operativo;
- di operazioni di concentrazione tra gli intermediari associati.

Tali operazioni non possono però essere lasciate alla sola iniziativa privata: occorre quindi avviare una riflessione sui possibili strumenti per sostenerle. In particolare, dovranno essere valutate modifiche normative e, coinvolgendo anche le Regioni e il sistema camerale, la revisione della contribuzione pubblica a sostegno dei confidi che, come sottolineato in precedenza, dovrebbe essere concentrata a vantaggio degli intermediari più efficienti, così da non disperdere risorse dei contribuenti.

1.2. IL FONDO DI GARANZIA PER LE PMI

1.2.1. Le misure da attuare

Per quanto riguarda il Fondo di Garanzia per le PMI, è urgente:

- dare attuazione alle disposizioni sull'istituzione del Sistema Nazionale di Garanzia contenuto all'articolo 1, comma 48 della legge 27 dicembre 2013, n. 147 (Legge di Stabilità 2014). In dettaglio occorre:

1. rendere operativa la "Sezione speciale del Fondo di Garanzia per le PMI dedicata ai progetti di R&I" istituita dall'articolo 1, comma 48 della Legge di Stabilità attraverso:

- la definizione del previsto accordo-quadro tra MISE, MEF e BEI che individua i grandi progetti per la ricerca e l'innovazione industriale garantibili dalla sezione;
- l'emanazione del decreto del MISE, di concerto con il MEF, che definisce i criteri e le modalità di concessione delle garanzie e di selezione dei progetti da includere nel portafoglio.

La Sezione dispone di 100 milioni di euro. Considerando che interverrà a copertura delle "prime perdite" di portafogli di finanziamenti, è possibile ipotizzare che tale intervento abbia un moltiplicatore elevato. In particolare, con la suddetta dotazione si potrebbero attivare finanziamenti - conseguentemente investimenti in ricerca e innovazione - per circa 2 miliardi;

2. emanare il decreto del MEF, di concerto con il Ministero delle Politiche giovanili e con quello delle Infrastrutture e dei Trasporti, per la costituzione del Fondo di Garanzia per la Prima Casa istituito dall'articolo 1, comma 48 della Legge di Stabilità. Il Fondo ha una dotazione di 200 milioni annui per il triennio 2014-2016;

- rendere tempestivamente operativa la misura introdotta dall'articolo 12, comma 6-bis, del DL Destinazione Italia, che prevede la possibilità per il Fondo di Garanzia per le PMI di intervenire a favore di SGR che, in nome e per conto di fondi comuni di investimento da esse gestiti, sottoscrivano obbligazioni e titoli simili emessi da PMI;
- rivedere la disposizione contenuta all'articolo 1, comma 46, della Legge di Stabilità che stabilisce che CDP possa utilizzare risparmio postale per acquistare titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi a oggetto crediti alle PMI.

La disposizione, apprezzabile nella misura in cui mira a favorire la concessione di credito bancario aggiuntivo alle PMI, prevede però che eventuali perdite derivanti da tale attività vengano coperte con le risorse del Fondo di Garanzia per le PMI. Quest'ultima è una previsione critica, che rischia di bloccare l'attività del Fondo di Garanzia per le PMI che, non partecipando alla valutazione dei rischi assunti da CDP, non è in condizione di stimare le perdite che graverebbero sul Fondo stesso



1.2.2. I Nuovi interventi

Il Fondo è uno strumento fondamentale di sostegno all'accesso al credito per le PMI: nel 2013 sono state oltre 77mila le operazioni garantite per circa 11 miliardi di finanziamenti. A dispetto della positività di tali risultati, l'azione del Fondo può essere ulteriormente potenziata. In particolare, occorre:

- rimuovere la riserva del 50% a favore delle operazioni di importo garantito fino a 500mila euro. Si tratta di una riserva che non appare affatto necessaria al fine di assicurare un adeguato frazionamento dei rischi in capo al Fondo (che oggi, in considerazione del patrimonio disponibile e del limite massimo garantito per impresa fissato a 2,5 milioni, è sufficientemente frazionato) ovvero per assicurare ampio accesso al Fondo da parte delle imprese minori (nel 2013 le operazioni a favore delle micro imprese sono state il 57% del totale). Al contrario, la stessa riserva rischia di bloccare l'operatività del Fondo a favore delle piccole e medie imprese più strutturate appartenenti a ciascun settore produttivo;
- elevare, quantomeno con riferimento a determinate tipologie di operazioni, l'importo massimo garantito a 5 milioni di euro. Per realizzare tale intervento sarebbe comunque necessaria una notifica alla Commissione. Per la misura in corso di attuazione relativa alla concessione di garanzie a SGR che sottoscrivano minibond, si potrebbe anche utilizzare, nell'ipotesi che le imprese dispongano di un rating, il "metodo dei premi esenti" previsto dalla Comunicazione UE sugli aiuti di Stato sotto forma di garanzie;
- prevedere la possibilità di prenotazione della garanzia da parte delle imprese. Oggi - fatto salvo il caso della sezione speciale per l'imprenditoria femminile e di apposite riserve finanziate con risorse comunitarie - le imprese non accedono direttamente al Fondo, ma lo fanno per il tramite di banche e confidi. La prenotazione della garanzia del Fondo attribuirebbe alle PMI un forte potere contrattuale nei confronti delle banche e potenzierebbe ulteriormente l'utilità dello strumento;
- modificare le disposizioni operative del Fondo di Garanzia per le PMI (adottate con DM del 27.12.2013) che hanno dato attuazione all'articolo 4 del DL Fare che prevede che la garanzia del Fondo possa essere concessa solo su operazioni ancora da deliberare da parte di soggetti finanziatori. Nel condividere la *ratio* di tale disposizione, volta a conferire reale aggiuntività all'intervento del Fondo, si segnala che la disposizione sta generando un allungamento dei tempi per l'erogazione del credito alle imprese. Ciò finisce per penalizzare l'accesso al credito soprattutto da parte delle fasce di imprese che ne hanno maggiore esigenza. Penalizzazione ancora più evidente per le linee di credito a breve termine, che risentono maggiormente degli effetti di un allungamento temporale. Si potrebbero in particolare introdurre delle semplificazioni procedurali a favore dei confidi - specialmente per quelli autorizzati a certificare il merito di credito - prevedendo una sorta di automatismo che renda la controgaranzia subito efficace, fatta salva l'eventuale verifica di alcuni parametri da parte del Fondo;
- valutare la possibilità di apportare modifiche alle modalità di concessione di garanzie di portafoglio. A tale intervento, introdotto dall'articolo 39, comma 4, del DL Salva Italia e reso operativo dopo un lungo e complesso iter solo a maggio scorso, sono destinati fino a 100 milioni di euro che, consi-

derato il moltiplicatore elevato, potrebbero favorire la concessione di circa 2 miliardi di finanziamenti alle PMI.

Nel sottolineare l'opportunità che le procedure per modificare l'operatività del Fondo vengano in futuro semplificate (dal DL Salva Italia a oggi sono passati due anni e mezzo) così da non rallentare l'entrata in funzione di misure utili a sostenere l'economia, si segnala che la misura sui portafogli è stata tuttavia costruita con modalità che ne limitano le potenzialità.

Andrebbe dunque rivista, in particolare svincolando la valutazione del merito di credito delle PMI dal modello di valutazione del Fondo. In altri termini, anche in considerazione del fatto che la misura prevede un tetto massimo alle perdite, andrebbe lasciata alle banche la libertà di certificare che le imprese affidate sono economicamente e finanziariamente sane, eventualmente anche prevedendo dei limiti collegati ai sistemi di rating delle banche.

Si dovrebbe inoltre valutare un intervento a copertura di portafogli crediti già in essere condizionato però all'erogazione da parte delle banche di nuovo credito alle PMI;

- valutare un ulteriore incremento della dotazione del Fondo. Negli ultimi anni il Fondo ha registrato una forte crescita anche in conseguenza delle importanti riforme che lo hanno riguardato. A breve l'operatività del Fondo potrà osservare un ulteriore incremento a seguito della recente entrata in vigore del decreto che, in attuazione del DL Fare, allenta i criteri di valutazione del merito di credito utilizzati dal Fondo. L'attuale dotazione del Fondo sono tali da assicurare, nel 2014, una crescita pari a circa il 30% rispetto al 2013.

Volendo tuttavia puntare a una crescita maggiore appare necessario attivarsi per rifinanziare il Fondo, anche favorendo l'afflusso di risorse provenienti dalla nuova programmazione dei fondi strutturali.

In proposito - ipotizzando di utilizzare circa un terzo delle risorse che la proposta del Governo alla Commissione Europea prevede di destinare agli interventi per il "Miglioramento dell'accesso al credito" (Risultato Atteso 3.6) e concentrandone, in una logica anticongiunturale, l'utilizzo nei primi 3 anni della programmazione - al Fondo arriverebbero circa 150 milioni annui per il triennio 2014-2015 (risorse che per due terzi sono destinate alle Regioni del Mezzogiorno), che, considerato un moltiplicatore di 15, genererebbero finanziamenti per circa 2,3 miliardi. Qualora le risorse venissero utilizzate per la concessione di garanzie di portafoglio, il moltiplicatore sarebbe più elevato.

In tema di risorse si segnala infine che è essenziale scongiurare il rischio che, come previsto da alcune disposizioni della Legge di Stabilità e del DL Destinazione Italia, vengano distratte risorse dal Fondo a copertura di altri interventi pur importanti (es: patrimonializzazione confidi e attività di CDP in materia di cartolarizzazioni) ovvero vincolati a operazioni di garanzia con fabbisogni inferiori a quanto stanziato (es. imprenditoria femminile).



2. PAGAMENTI DELLA PA

Al fine di assicurare la massima efficacia al meccanismo previsto dall'articolo 37 del DL 66/2014 occorre:

- posticipare il termine entro il quale le imprese devono richiedere la certificazione dei crediti ai fini dell'attivazione del meccanismo di cessione dei crediti assistito dalla garanzia dello Stato.

Attualmente, infatti, tale termine, fissato a 60 giorni dalla data di entrata in vigore del DL 66, non è idoneo ad assicurare il pieno ed efficace utilizzo della misura. Pertanto, si propone di far decorrere i 60 giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione;

- estendere la certificazione agli enti locali commissariati e agli enti del Servizio sanitario nazionale delle Regioni sottoposte a piano di rientro dai disavanzi sanitari.

In assenza di tale previsione, il meccanismo della certificazione resterebbe privo di efficacia nei territori maggiormente colpiti dal fenomeno dei ritardati pagamenti. Di conseguenza, in quegli stessi territori resterebbe senza efficacia anche la misura introdotta dall'articolo 37 del decreto volta a favorire lo smobilizzo bancario dei crediti certificati.

Si sottolinea peraltro che sia gli enti locali commissariati, sia gli enti del SSN delle Regioni in disavanzo sanitario hanno chiesto e ricevuto le risorse del DL 35/2013 per pagare i propri debiti: non si comprende pertanto perché dovrebbero restare esclusi dalla possibilità di rilasciare la certificazione.

28
....

Di seguito le proposte emendative.

<<All'articolo 37, dopo il comma 1, aggiungere il seguente comma: "<1-bis. All'articolo 9, del decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185, convertito, con modificazioni, dalla legge 28 gennaio 2009, n. 2, e successive modifiche e integrazioni, il comma 3-ter è sostituito dal seguente "La certificazione di cui al comma 3-bis non può essere rilasciata a pena di nullità dagli enti locali in dissesto finanziario ai sensi dell'articolo 244 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267. Tali enti sono comunque tenuti a effettuare la comunicazione di cui all'articolo 7 comma 4 del decreto legge 8 aprile 2013, n. 35.>>.

<<All'articolo 37, comma 1, lettera a), del decreto-legge 24 aprile 2014, n. 66, recante Misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale sostituire le parole "entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore del presente decreto" con le seguenti: "entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto">>.

Inoltre, al fine di facilitare lo smobilizzo dei crediti commerciali vantati verso la PA si potrebbero ampliare le ipotesi di **compensazione di tali crediti con debiti fiscali e contributivi**.

La disciplina attuale limita tale compensazione con i debiti iscritti a ruolo e con le somme derivanti da accertamento con adesione e altri istituti deflattivi del contenzioso. Nell'ottica di una più ampia compensabilità dei crediti commerciali con tutti i debiti fiscali e contributivi, si potrebbe iniziare ad estendere la compensazione con le somme dovute a seguito dei controlli automatici (ex art. 36-bis, DPR n. 600/1973 e art. 54-bis, DPR n.633/1972) e formali della dichiarazione dei redditi (ex art. 36-ter

del DPR n. 600/1973), nonché con le somme dovute a seguito di transazione fiscale (ex art. 182-ter del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267). Al pari delle ipotesi già contemplate anche tali fattispecie conducono a un accordo con l'amministrazione finanziaria su debiti tributari dovuti dal contribuente.

Di seguito la proposta emendativa.

<<All'articolo 28-quinquies del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 602, al primo comma, sono apportate le seguenti modifiche:

a) sono soppresse le parole "maturati al 31 dicembre 2012"

b) dopo le parole "di mediazione ai sensi dell'articolo 17-bis, dello stesso decreto" inserire le parole ", di adesione alla somme richieste con la comunicazione di irregolarità adottata a seguito di controllo automatico della dichiarazione dei redditi ai sensi degli articoli 36-bis del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600 e 54-bis del Decreto del Presidente della Repubblica 26 ottobre 1972, n. 633, di adesione alla somme richieste con la comunicazione di irregolarità adottata a seguito di controllo formale della dichiarazione dei redditi ai sensi dell'articolo 36-ter Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, di transazione fiscale di cui all'articolo 182-ter del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267.">>

3. FATTURAZIONE ELETTRONICA

È imminente - 6 giugno 2014 - l'entrata in vigore dell'obbligo di fatturazione elettronica verso le PA.

Confindustria ritiene che possa rappresentare uno strumento fondamentale per modernizzare i rapporti tra PA e imprese, semplificare le procedure aziendali e gli adempimenti fiscali, tenere sotto controllo la spesa pubblica ed evitare il riformarsi del problema dei pagamenti PA.

Tale passaggio dovrà però essere realizzato senza disagi per le imprese.

In proposito, va segnalata una difficoltà derivante da una disposizione contenuta nel DL 66.

Infatti, l'articolo 25 - che ai commi 1 e 2 anticipa al 31 marzo 2015 (dal 6 giugno 2015) l'entrata in vigore dell'obbligo di fatturazione elettronica verso le PA centrali diverse da Ministeri, Agenzie fiscali ed Enti nazionali di previdenza e le PA locali - al comma 3 introduce un nuovo obbligo da applicare ai fornitori già a partire dal 6 giugno prossimo, quando scatterà l'obbligo di fatturazione elettronica verso Ministeri, Agenzie fiscali ed Enti nazionali di previdenza.

Tale nuovo obbligo consiste nell'inserimento nelle fatture elettroniche - pena il mancato pagamento della fattura - del Codice Identificativo di Gara (CIG) e del Codice Unico di Progetto (CUP), ove previsti ai sensi della normativa sulla tracciabilità dei flussi finanziari connessi ai contratti pubblici (legge 136/2010).

L'adeguamento a tale nuovo obbligo in tempi così stretti desta forti preoccupazioni in quanto i fornitori



potrebbero non disporre di tali codici. Infatti, la normativa sulla tracciabilità finanziaria prevedeva solo l'inserimento degli stessi nelle operazioni di pagamento da parte delle PA, che seguono l'emissione delle fatture da parte dei fornitori, non disponendo né un esplicito obbligo di comunicazione di tali codici ai fornitori, né l'inserimento degli stessi nelle fatture, espressamente escluso dall'Autorità di vigilanza sui contratti pubblici. Vi è dunque l'esigenza per i fornitori di reperire tali codici e di adeguare i sistemi informatici aziendali, attività che non è possibile concludere in tempi così stretti come quelli imposti dal DL 66.

Per affrontare tali problemi, durante l'iter di conversione in legge del provvedimento, sono stati apportati alcuni correttivi che, pur non recependo integralmente le proposte di Confindustria, migliorano la situazione sopra descritta.

Si prevede infatti che le stazioni appaltanti inseriscano i due codici identificativi di gara nei contratti sottoscritti con le imprese. È però importante che tale disposizione, non essendoci un riferimento espresso anche ai contratti in essere, sia interpretata nel senso che anche questi ultimi vi sono ricompresi e che, quindi, i codici dovranno essere comunicati dalle PA anche con riferimento ai contratti in corso. Inoltre, sarebbe stato preferibile chiarire espressamente che la sanzione del mancato pagamento del corrispettivo è applicabile nei soli casi in cui la PA abbia comunicato i codici alle imprese fornitrici. In proposito, sarebbe inoltre importante che il Sistema di Interscambio, attraverso il quale è effettuato lo scambio di fatture elettroniche tra PA e fornitori, venisse utilizzato dalle PA al fine notificare alle imprese i codici CIG e CUP in caso di assenza degli stessi nelle fatture.

4. FAVORIRE LA DIFFUSIONE DI STRUMENTI DI DEBITO ALTERNATIVI

4.1. LE MISURE FISCALI

Il diverso trattamento fiscale che il nostro ordinamento riserva agli strumenti di debito delle società quotate rispetto a quelli delle società non quotate ha acuito le difficoltà di finanziamento per le imprese non quotate che più delle altre ricorrono ai finanziamenti bancari domestici per reperire i capitali necessari alla loro attività.

Il legislatore è già intervenuto al riguardo nel 2012 per correggere alcune delle distorsioni della normativa tributaria alla luce dei nuovi scenari finanziari e normativi. Si è trattato di un primo intervento, molto apprezzato, ma non sufficiente. Occorre ora rafforzare l'azione di riforma e rimuovere gli ostacoli ancora esistenti, anche alla luce del recente innalzamento dell'aliquota dell'imposta sostitutiva sulle rendite finanziarie che, lasciando invariata la tassazione sui titoli di Stato, alimenta uno squilibrio che favorisce il finanziamento dello Stato a danno di quello del sistema produttivo e, data la misura dell'aliquota al 26%, crea distorsioni nell'allocazione delle diverse forme di investimento del capitale.

Di seguito sono riportate alcune proposte d'intervento in materia fiscale.

4.1.1. Indeducibilità degli interessi passivi su strumenti di debito emessi da società diverse da quelle con azioni quotate

Attualmente la deducibilità degli interessi passivi varia in funzione della quotazione del soggetto emittente e delle caratteristiche del sottoscrittore. In particolare, per gli emittenti non quotati, sono previste limitazioni aggiuntive alla ordinaria indeducibilità degli interessi passivi in ragione di determinati “tassi soglia”, come evidenziato nella tabella seguente.

EMITTENTE QUOTATO			EMITTENTE NON QUOTATO		
Titolo obbl. quotato	Titolo obbl. non quotato	Titolo obbl. quotato in mercati <i>white list</i>	Titolo obbligazionario quotato in altri mercati	Titolo obbligazionario non quotato, sottoscritto da investitore qualificato non socio e beneficiario effettivo residente in Stati con scambio di informazioni	Titolo obbligazionario non quotato sottoscritto da altri investitori
Deducibilità ordinaria (30% del ROL)	Deducibilità ordinaria (30% del ROL)	Deducibilità ordinaria (30% del ROL)	Deducibilità ordinaria (30% del ROL) se il tasso di rendimento all'emissione è inferiore al doppio del TUR (ora tasso BCE). Indeducibilità integrale interessi passivi su soglia eccedente	Deducibilità ordinaria (30% del ROL)	Deducibilità ordinaria (30% del ROL) se il tasso di rendimento all'emissione è inferiore al TUR aumentato di due terzi, (ora tasso BCE). Indeducibilità integrale interessi passivi su soglia eccedente

SI PROPONE DI ABROGARE L'ARTICOLO 3, COMMA 115, DELLA LEGGE 28 DICEMBRE 1995, N. 549 (C.D. LEGGE PRODI) .

La disposizione che fissa delle soglie di indeducibilità integrale degli interessi corrisposti da società non quotate (modificata con il DL n. 83/2012) nasce per contrastare arbitraggi fiscali che erano resi possibili dalla legislazione vigente a metà degli anni '90.

Al tempo le società di capitali potevano dedurre integralmente gli interessi passivi dalle imposte dirette (IRPEG e ILOR che avevano rispettivamente aliquote del 37% e 16,2%). Per contro, gli interessi attivi percepiti dai soci persone fisiche venivano tassati con aliquota del 12,50% (27% per le obbligazioni di durata inferiore a 18 mesi), mentre i dividendi erano assoggettati ad aliquote progressive IRPEF, con riconoscimento di un credito d'imposta per annullare le imposte già pagate dalla società.

L'arbitraggio consisteva nell'emissione da parte di società a ristretta base azionaria di obbligazioni con cedole periodiche assai elevate sottoscritte da persone fisiche - soci della stessa società emittente. In tal modo la società trasformava utili, che sarebbero stati assoggettati ad imposte dirette in capo all'impresa (aliquota cumulata IRPEG-ILOR 53,2%) e non tassati in capo al socio per effetto del credito di imposta, in interessi passivi, pienamente deducibili in capo alla società e tassati in capo al socio con ritenuta a titolo di imposta del 12,5% (con un differenziale di aliquota complessivo pari al 40,7%) .Inoltre, al beneficio dell'immediata deducibilità dal reddito di impresa, per competenza, degli interessi



passivi dovuti dalla società, faceva seguito la tassazione degli stessi interessi in capo ai soci, con ritenuta sostitutiva IRPEF, solo al momento della loro percezione.

La citata legge Prodi intervenne per contrastare tali arbitraggi, prevedendo l'indeducibilità integrale degli interessi passivi eccedenti i "tassi soglia".

Oggi, tuttavia, il sistema fiscale non rende più convenienti questo tipo di arbitraggi e la limitazione della deducibilità degli interessi passivi su prestiti obbligazionari emessi da soggetti non quotati sotto una certa soglia del TUR non ha più ragione di permanere.

Infatti, ai fini IRES, è già prevista una regola ordinaria che prevede la deducibilità degli interessi passivi limitata al 30% del ROL ai fini IRES e, ai fini IRAP, per le società industriali, tutti gli interessi passivi sono indeducibili. Inoltre, alla luce delle modifiche normative intervenute negli ultimi anni, in capo al socio persona fisica gli interessi percepiti su prestiti obbligazionari e i dividendi relativi a partecipazioni non qualificate sono assoggettati alla medesima ritenuta del 26%.

Il permanere di regimi di deducibilità degli interessi passivi diversi per le obbligazioni delle società non quotate crea inoltre forti distorsioni, inquinando le scelte imprenditoriali. Il diverso regime di tassazione costringe le imprese, ove siano in grado di sostenerne i relativi oneri (che si attestano nell'ordine dello 0,3 – 0,5 % per emissioni di 5 mln di euro a 5 anni), a quotare i titoli su mercati regolamentati. Su tali mercati hanno accesso solo investitori professionali, per i quali, peraltro, viene meno anche il differenziale di aliquota, trattandosi di detentori che operano nell'esercizio di impresa commerciale.

La quotazione o la circolazione tra investitori qualificati assolve chiaramente una funzione non fiscale, ma di tutela di mercato. Tale tutela andrebbe più propriamente ricondotta nel contesto del TUF e di organismi di controllo con funzioni specifiche (Consob) e non essere affidata a disposizioni di natura tributaria sotto la supervisione dell'Agenzia delle entrate.

Infine, le distinzioni di regime impositivo in ragione della tipologia di detentore del titolo costringono gli emittenti alla verifica continua del rispetto dei requisiti da parte dell'investitore medesimo al fine di determinare il grado di deducibilità degli interessi. Una simile situazione rende difficile stabilire in anticipo l'onerosità complessiva dell'operazione, disincentivando, in concreto, il ricorso a tale forme di finanziamento.

Si riporta di seguito la relativa proposta emendativa:

«L'articolo 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549 è soppresso».

IN SUBORDINE, SI PROPONE LA RIMODULAZIONE DEL COSIDDETTO "TASSO SOGLIA".

Quando venne adottata la legge Prodi (nel dicembre 1995) il tasso ufficiale di riferimento (TUR) era pari al 9%, l'inflazione media era al 5,2%, e il tasso medio di interesse dei BTP decennali si attestava intorno al 12,22%.

Una PMI non quotata, quindi, poteva finanziarsi con l'emissione di proprie obbligazioni, offrendo un rendimento maggiore di 3 punti percentuali rispetto a quello dei BTP decennali (9 % TUR + due terzi del TUR = 15%), a parità di scadenza.

Oggi lo scenario è totalmente diverso: il tasso BCE, che ha sostituito il TUS, è **0,25%** mentre i BTP decennali, nell'asta del 29 aprile scorso, sono stati collocati al tasso del 3,22%, **2,99%** al netto della ritenuta del 12,50%.

Pertanto, poiché gli interessi passivi sul prestito obbligazionario per essere deducibili per l'impresa devono presentare un saggio inferiore al tasso BCE maggiorato di 2/3 (0,42%) circa **8 VOLTE INFERIORE A QUELLO DEI TITOLI DI STATO**, una PMI Italiana per poter superare tale concorrenza e trovare finanziatori del suo prestito obbligazionario deve necessariamente sopportare un maggior onere in termini di indeducibilità degli interessi passivi.

Al riguardo, merita rammentare che lo stesso art. 3 della legge n. 549/1995, prevedeva che con decreto del MEF, le soglie fissate potessero essere variate tenendo conto dei tassi effettivi di remunerazioni delle obbligazioni e dei titoli simili rilevati nei mercati regolamentati italiani, avendo riguardo anche all'importo e alla durata del prestito nonché alle garanzie prestate. Tale variazione non è mai intervenuta.

4.1.2. Eliminazione della ritenuta sugli interessi corrisposti ad investitori qualificati

La normativa fiscale vigente prevede l'applicazione di una ritenuta alla fonte (ex. art. 26 co. 1, DPR n. 600/73) pari al 26% (in forza delle disposizioni del DL n. 66/2014) sugli interessi pagati anche a finanziatori/sottoscrittori non residenti in Italia.

Tale ritenuta può essere ridotta nel caso in cui trovino applicazione le disposizioni dei trattati bilaterali contro le doppie imposizioni, che tuttavia nella maggior parte dei casi prevedono aliquote non inferiori al 10% (es. Inghilterra, Stati Uniti, Francia, Lussemburgo, Cina, Giappone, Irlanda) e raramente dispongono l'esenzione totale da imposte italiane (es. Georgia, Rep. Ceca, Emirati Arabi).

Gli investitori esteri spesso non sono in grado di attivare nel proprio Paese di residenza strumenti di recupero delle imposte assolte in Italia e ciò comporta la necessità di offrire rendimenti più alti sui titoli per compensare l'effetto del prelievo italiano.

EMITTENTE QUOTATO		EMITTENTE NON QUOTATO	
Titolo obbligazionario quotato in mercati <i>white list</i>	Titolo obbligazionario quotato in mercati <i>white list</i>	Titolo obbligazionario non quotato sottoscritto da OICVM le cui quote sono detenute esclusivamente da investitori qualificati il cui patrimonio è investito in Minibond	Tutti gli altri casi
- Imposta sostitutiva 26% (perceptor nettisti) - Senza ritenuta (perceptor lordisti) - Esenzione (perceptor esteri)	- Imposta sostitutiva 26% (perceptor nettisti) - Senza ritenuta (perceptor lordisti) - Esenzione (perceptor esteri)	Esenzione	Ritenuta 26%



Si propone, in particolare, **L'ESTENSIONE DELL'ESENZIONE DALLA RITENUTA NELL'IPOTESI IN CUI I TITOLI DI DEBITO (NON QUOTATI) SIANO SOTTOSCRITTI DA INVESTITORI QUALIFICATI, A PRESCINDERE DALL'INTERMEDIAZIONE DI OICVM.**

Attualmente, l'esenzione dalla ritenuta è concessa solo nei casi in cui i titoli obbligazionari siano quotati o siano sottoscritti da OICVM le cui quote sono detenute esclusivamente da investitori qualificati, il cui patrimonio è investito prevalentemente in minibond.

Tuttavia, imporre la quotazione o l'intermediazione di un organismo di investimento collettivo significa perdere pezzi di mercati esteri interessati agli investimenti in Italia, ma che per motivi regolamentari e contabili hanno difficoltà ad investire in strumenti quotati. Sarebbe quindi opportuno, anche per favorire il ricorso ai mercati internazionali e rilanciare la competitività dell'Italia, prevedere che la ritenuta non si applichi ogni qual volta le obbligazioni siano sottoscritte da investitori qualificati non soci della società emittente.

Si riporta di seguito la formulazione del relativo emendamento:

« All'articolo 32 del decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, come modificato dalla legge di conversione 7 agosto 2012, n. 134, il comma 9 è sostituito dal seguente:

“9. Nell'articolo 1 del Decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, il primo comma è sostituito dal seguente: «1. La ritenuta del 20 per cento di cui al comma 1 dell'articolo 26 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, non si applica sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari, emessi da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizione di legge, nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli similari emessi da società diverse dalle prime sottoscritti da investitori qualificati che non siano, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, direttamente o indirettamente soci della società emittente oppure che siano negoziati nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.”».

SI PROPONE L'ABOLIZIONE DELLE RITENUTE PER GLI INTERESSI CORRISPOSTI A FINANZIATORI ESTERI

La proposta, più radicale della prima, riguarda l'abrogazione *tout court* della ritenuta sugli interessi corrisposti a finanziatori esteri.

Si consideri il seguente esempio: una banca straniera finanzia una società residente in Italia al tasso dell'8%. L'istituto ha a sua volta un costo del denaro del 6%. La ritenuta applicata in Italia sarebbe pari al 26% di 8 ovvero 2,08. A fronte di un reddito della banca di 2, la ritenuta eroderebbe più della totalità. L'aliquota di imposta effettiva sarebbe di oltre il 100%. Nel proprio Stato di residenza la banca dovrà corrispondere le imposte sul reddito (es. il 33% di 2 e cioè 0,67) e potrà detrarre le imposte pa-

gate all'estero ma solo nei limiti della quota di imposta locale riferita al reddito estero. In altre parole, è possibile che il finanziatore non debba corrispondere imposte al fisco locale su quel reddito, che è stato comunque annullato dall'imposizione effettiva.

Per ovviare a quanto descritto la prassi dei finanziamenti esteri prevede che il tasso di interesse lordo dovuto alla banca estera sia aumentato in modo tale che, al netto della ritenuta, divenga quello effettivamente voluto dall'istituto. In sostanza, il maggior costo della ritenuta viene trasferito in capo al debitore italiano, frenando l'interesse a rivolgersi al mercato estero di capitali a meno che non possa sfruttare le esenzioni dalle ritenute previste dalla legge.

Oltre alle complicazioni legali, contrattuali e societarie, la ricerca di finanziamenti esclusi da ritenuta sta generando un rilevante contenzioso tra i contribuenti e l'Amministrazione finanziaria nazionale che spesso considera i tentativi in commento come vere e proprie elusioni di imposta.

Da quanto precede, si propone di sopprimere ogni ritenuta ed imposta sostitutiva sui redditi di capitale corrisposti a non residenti.

Le eventuali preoccupazioni afferenti la possibilità che una parte (grande o piccola) di questi redditi possa essere dirottata verso paradisi fiscali senza subire imposizione in Italia, sono mitigate – se non addirittura risolte – da (a) le norme in tema di indeducibilità di ogni costo od onere derivante da operazioni con controparti localizzate in paradisi fiscali (art. 110, comma 10, del TUIR) e (b) le norme che limitano, in via generale, la deducibilità degli interessi passivi per tutte le imprese residenti (art. 96 del TUIR).

Mancano dati precisi sul gettito ritratto da ritenute ed imposte sostitutive sui redditi di capitali, in quanto queste condividono lo stesso codice di versamento di altre imposte. Tuttavia, si può ragionevolmente stimare che il gettito relativo sia del tutto modesto.

Si riporta di seguito la relativa proposta emendativa:

«All'articolo 23, comma 1, del Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 sono apportate le seguenti modificazioni:

la lettera b) è soppressa;

il numero 2) della lettera f) è sostituito dal seguente "2) delle plusvalenze di cui alla lettera c-ter) del medesimo articolo derivanti da cessione a titolo oneroso ovvero da rimborso di titoli non rappresentativi di merci e di certificati di massa, nonché da cessione o da prelievo di valute estere rivenienti depositi e conti correnti".

Nei confronti dei soggetti non residenti non si applicano le ritenute e le imposte sostitutive, ovunque previste, sugli interessi, premi ed ogni altro provento di cui all'articolo 44 del testo unico delle imposte sui redditi, approvato con il decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, nonché sui redditi diversi derivanti alla cessione a titolo oneroso ovvero da rimborso di titoli non rappresentativi di merci e di certificati di massa, nonché da cessione o da prelievo di valute estere rivenienti depositi e conti correnti.



Le disposizioni del precedente comma si applicano agli interessi corrisposti e ai redditi diversi realizzati dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del decreto legge.».

4.1.3. Imposta sostitutiva sui finanziamenti a medio e lungo termine

Un'ultima proposta riguarda **L'APPLICAZIONE DELL'IMPOSTA SOSTITUTIVA SUI FINANZIAMENTI A MEDIO E LUNGO TERMINE** e tende a risolvere le numerose controversie insorte sull'ambito di applicazione dell'imposta sostitutiva sui finanziamenti a medio e a lungo termine (art. 17 DPR n. 601/73).

Si tratta, in particolare, degli accertamenti con i quali gli uffici finanziari contestano alle banche la mancata applicazione dell'imposta nei casi in cui i contratti di finanziamento siano stati stipulati all'estero. Gli uffici ritengono che l'imposta sia ugualmente dovuta in quanto il consenso si sarebbe comunque prodotto in Italia poiché le parti contraenti – le banche e i soggetti finanziati – sono stabiliti in Italia o per altre ragioni che farebbero comunque presumere che il contratto sia stato già perfezionato prima della sua formalizzazione all'estero.

La proposta chiarisce che il presupposto del tributo sussiste solo in presenza di un contratto definitivo formato in Italia, senza che si possa dare rilievo ad altri elementi relativi alle fasi preliminari della trattativa. Si riporta, di seguito, la proposta emendativa:

«Per le operazioni di cui agli articoli 15 e 16 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 601, effettuate anteriormente al 24 dicembre 2013, l'imposta sostitutiva prevista dall'articolo 17 è dovuta se le operazioni risultano da contratti definitivi formati per iscritto nel territorio dello Stato obbligatori per entrambe le parti. Se il contratto è stato formato all'estero, l'imposta non è dovuta anche se lo svolgimento delle trattative è avvenuto in Italia o se è stato stipulato in Italia un contratto preliminare.».

5. RAFFORZAMENTO PATRIMONIALE DELLE IMPRESE

5.1. RAFFORZAMENTO DELL'ACE

In base alle statistiche delle dichiarazioni fiscali presentate nel 2012 (Statistiche pubblicate dal Dipartimento delle finanze nel gennaio 2014) sono circa 205.000 i soggetti IRES che hanno fatto ricorso all'aiuto alla crescita economica nel 2011 (primo anno di applicazione dell'ACE ed unico per cui sono ad oggi disponibili i dati). Il diritto alla deduzione complessivamente maturato è stato pari a 1,8 miliardi di euro (di cui 300 milioni riportabili nei periodi d'imposta successivi perché non utilizzabili in deduzione dal reddito complessivo dichiarato nel periodo).

L'ACE è stato utilizzato soprattutto da società localizzate in: Lombardia (29%), Veneto (12%) ed Emilia Romagna (12%).

Riguardo la ripartizione settoriale dell'utilizzo dell'ACE si evidenzia che i comparti che hanno beneficiato maggiormente dell'ACE sono: attività di servizi finanziari (escluse le assicurazioni e i fondi pensione) 29%; Commercio all'ingrosso (escluso quello di autoveicoli e motocicli) 15% e attività immobiliari, 6%.

Si evidenzia che nonostante la rilevante incidenza, in termini di ammontare della deduzione, i soggetti nella divisione "Attività di servizi finanziari (escluse le assicurazioni e i fondi pensione)", rappresentano soltanto il 2% del totale.

Quanto ai soggetti IRPEF (società di persone ed imprenditori individuali), i dati disponibili per l'anno d'imposta 2011 evidenziano che circa 230.000 soggetti hanno utilizzato la deduzione, per un ammontare di circa 890 milioni di euro, di cui 720 provenienti dalla partecipazione in società di persone e 170 da imprenditori individuali.

Si propone di rafforzare l'ACE aumentando i coefficienti di remunerazione ordinaria.

Inoltre, per massimizzare la fruizione dell'agevolazione da parte delle imprese in perdita e consentire loro di beneficiarne già nel periodo di imposta dell'incremento patrimoniale, si potrebbe prevedere una trasformazione del beneficio, oggi valevole ai soli fini IRES, in una detrazione ai fini IRAP.

5.2. INTERVENTI PER FAVORIRE LA QUOTAZIONE DELLE *SMALL CAPS*

5.2.1. *Semplificazioni regolamentari*

Di seguito le proposte di Confindustria per favorire la quotazione delle *small caps* con fatturato compreso tra 20 milioni e 300 milioni di euro, ovvero capitalizzazione presunta inferiore ai 500 milioni di euro. Si tratta di alcune delle proposte condivise con i partecipanti al progetto Più Borsa, con l'aggiunta di una proposta specifica relativa ai componenti di minoranza e indipendenti del CdA.

- *Abrogazione dell'obbligo di pubblicazione delle informazioni presso la sede sociale*

Si propone di prevedere nel TUF per tutte le società un'esenzione alle norme del codice civile che prevedono la pubblicazione di informazioni regolamentate presso la sede sociale.

Soggetti beneficiari: tutti gli emittenti strumenti quotati nei mercati regolamentati o diffusi presso il pubblico in misura rilevante.

Strumento normativo: introduzione di un nuovo comma nell'art. 113-ter del TUF e conseguente modifica di alcune disposizioni del Regolamento Consob in materia di emittenti.

Durata: permanente.

- *Razionalizzazione del sistema dei controlli interni*

Si propone di eliminare la necessità di creare o individuare un organo collegiale quale titolare della funzione di "organismo di vigilanza".

Soggetti beneficiari: PMI con possibile estensione a tutte le società quotate.

Strumento normativo: modifica all'art. 6, comma 4-bis, del d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231

Durata: permanente.



- *Cumulo degli incarichi*

Si propone di individuare limiti al cumulo degli incarichi adeguati alle dimensioni delle società.

Soggetti beneficiari: PMI di prossima quotazione; possibile estensione a tutte le società quotate

Strumento normativo: integrazione della delega alla Consob contenuta nell'art. 148-bis, comma 1, 2° parte, del TUF; attuazione della relativa disciplina regolamentare.

Durata: permanente.

- *Componenti di minoranza e indipendenti del CdA*

Si propone di prevedere per le PMI l'esonero dalla disciplina degli amministratori di minoranza, rimettendo il voto di lista all'esercizio di una facoltà di opt-in statutaria. Coerentemente con quanto previsto in materia di componenti di minoranza, si propone altresì di eliminare l'obbligo di inserimento degli amministratori indipendenti, rimettendone la nomina all'esercizio di una facoltà di opt-in statutaria.

Soggetti beneficiari: PMI di prossima quotazione e quotate.

Strumento normativo: modifica all'art. 147-ter del TUF.

Durata: permanente

38
....

- *Operazioni con parti correlate*

È opportuno procedere a una riconsiderazione del Regolamento approvato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 al fine di rendere più agevole l'applicazione della disciplina OPC e di valutare la possibilità di semplificare ulteriormente gli adempimenti per le PMI neo-quotate.

- *Trasparenza relativa alle situazioni contabili delle società partecipate extra UE*

Si propone di rimuovere gli obblighi di trasparenza relativi alle situazioni contabili (art. 36, comma 1, lett. a).

Soggetti beneficiari: società PMI quotate

Strumento normativo: eliminazione della lettera a) dell'art. 36, comma 1, del Regolamento Mercati Consob.

Durata: permanente.

- *Internal dealing*

Si propone di eliminare gli obblighi di comunicazione relativi all'internal dealing per i soggetti che detengono azioni in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale, nonché ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato

Soggetti beneficiari: le società quotate e i loro azionisti rilevanti

Strumento normativo: modifica dell'art. 114, comma 7, del TUF; modifica degli articoli 152-sexies e 152-octies del Regolamento Emittenti Consob

Durata: permanente

- *Abrogazione del divieto di voto plurimo*

Si propone di rimuovere il divieto di emettere azioni a voto plurimo sancito dall'art. 2351, comma 4, del cod. civ, consentendo a tutte le società per azioni di prevedere in via statutaria classi multiple di azioni con voto differenziato entro limiti fissati dal Legislatore.

Dovranno essere previsti altresì meccanismi di conversione automatica in azioni ordinarie in caso di *change of control* (OPA, trasferimento, ecc.).

Soggetti beneficiari: tutte le società per azioni che hanno emesso strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati o diffusi presso il pubblico in misura rilevante, nonché quelle di tipo chiuso.

Durata: permanente.

- *Partecipazioni rilevanti*

Si propone di innalzare dal 2% al 5% la percentuale di partecipazione in corrispondenza della quale coloro che detengono una partecipazione al capitale delle PMI sono tenuti alla comunicazione nei confronti della Consob e della società partecipata.

Soggetti beneficiari: PMI quotate.

Strumento normativo: integrazione dell'art. 120, comma 4, del TUF, nel senso di prevedere la delega alla Consob al fine di innalzare la percentuale del 2%, in sede regolamentare, per particolari categorie di società quotate.

Durata: permanente.

- *Partecipazioni reciproche*

Si propone di innalzare dal 2 al 5% la soglia entro la quale è consentito l'incrocio azionario, non disconoscendo comunque le peculiarità del nostro sistema economico, caratterizzato da società di dimensioni inferiori allo standard degli altri paesi sviluppati dell'area europea. Sulla base delle stesse motivazioni, si ritiene anche possibile elevare il limite al 10% nell'ipotesi di preventiva autorizzazione assembleare delle società coinvolte.

Soggetti beneficiari: PMI quotate.

Strumento normativo: (1) modifica dell'art. 121, commi 1 e 2, del TUF; ovvero (2) modifica dell'art. 124 del TUF, nel senso di prevedere una delega alla Consob per potere fissare percentuali diverse da quelle stabilite in via generale nell'art. 121, con riferimento alla categoria delle PMI.

Durata: permanente.



- *Esclusione del diritto di opzione*

Si propone di modificare quanto disposto col citato art. 2441, comma 4, del cod. civ., al fine di prevedere direttamente un incremento del prefissato limite del 10% ovvero un rinvio all'autonomia statutaria o alla decisione dell'assemblea, affinché determini tale limite, individuando una più ampia misura consentita.

Soggetti beneficiari: PMI quotate.

Strumento normativo: modifica dell'**art. 2441** del cod. civ.

Durata: grace period di cinque anni.

- *Modifiche in materia di OPA obbligatoria*

Allo scopo di favorire l'ingresso sul mercato di nuovi soggetti ovvero di presidiare le posizioni di controllo societario, si potrebbe permettere alle PMI neo-quotate di individuare in via statutaria la soglia più adeguata alle proprie caratteristiche, individuata in un intervallo prestabilito (in ipotesi tra il 20% e il 40%).

Se, una volta esercitata la facoltà statutaria con determinazione della soglia OPA in una percentuale diversa dal 30%, la società emittente intende modificare nuovamente la clausola in esame, potrebbero avanzarsi due soluzioni alternative: i) prevedere l'irrevocabilità dell'opzione prescelta; ii) subordinare la modifica statutaria all'approvazione da parte della maggioranza dei soci non di controllo né aventi singolarmente partecipazioni superiori al 10% del capitale con diritto di voto (c.d. whitewash).

Sotto altro aspetto, si potrebbe intervenire anche sulla disciplina dell'OPA da consolidamento, prevedendo la possibilità di un opt-out statutario dal relativo obbligo, per un periodo di tempo limitato.

Infine, un altro possibile intervento che potrebbe favorire l'apertura al mercato dei capitali, garantendo il controllo dell'azionista di riferimento, si può individuare nella previsione dello strumento delle poison pills, consentito in gran parte degli ordinamenti degli Stati membri dell'UE.

- *Acquisto azioni proprie (parità di trattamento degli azionisti)*

Si propone di consentire la modalità over the counter (OTC) nelle operazioni di buy-back a condizione che tali operazioni siano effettuate nel rispetto di limiti di prezzo (ad es. il prezzo di conclusione dovrebbe essere compreso nell'intervallo bid-ask del mercato regolamentato in cui le azioni sono scambiate) e di volume (le transazioni complessivamente realizzate fuori mercato, in un determinato periodo di tempo, onde consentire il buy-back, non dovrebbero eccedere i volumi mediamente scambiati, per quelle azioni, sul mercato regolamentato, in un periodo di tempo di pari durata).

Onde evitare, tuttavia, che tale alleggerimento dei vincoli concernenti le operazioni di buy-back si traduca in un abbassamento della necessaria tutela degli interessi delle minoranze, la via percorribile potrebbe essere quella di demandare alle parti la determinazione delle condizioni contrattuali,

purché nel rispetto di precisi requisiti (cfr. supra) stabiliti dalla Consob in via regolamentare.

Soggetti beneficiari: PMI quotate.

Strumento normativo: modifica/integrazione degli art. 132, del TUF, e 144-bis (Acquisto di azioni proprie e della società controllante) del Regolamento Emittenti Consob.

Durata: permanente.

In ragione della stessa esigenza di aggiornamento della disciplina, potrebbe anche prevedersi che le operazioni di buy-back possano trovare esecuzione in sistemi multilaterali di negoziazione purché, anche in questo caso, nel rispetto delle condizioni sopra dette e che dovrebbero sussistere nel caso di transazioni OTC.

Soggetti beneficiari: PMI quotate.

Strumento normativo: modifica/integrazione degli art. 132, del TUF e 144-bis (Acquisto di azioni proprie e della società controllante) del Regolamento Emittenti Consob.

Durata: permanente

- *Ammontare minimo del capitale sociale*

Si propone di modificare l'art. 2327 del codice civile, prevedendo che l'ammontare minimo del capitale sociale sia portato da € 120.000 a € 50.000.

Soggetti beneficiari: tutte le società per azioni.

Strumento normativo: modifica all'art. 2327 del codice civile.

Durata: permanente.

- *Recesso e criteri di determinazione del valore (SPAC)*

Si propone di prevedere il ricorso a criteri di liquidazione discrezionalmente stabiliti dall'emittente, in via statutaria, che assicurino eventualmente il valore minimo rappresentato dalla media dei prezzi di mercato degli ultimi sei mesi, specificando inoltre che il ricorso al criterio della media aritmetica dei prezzi di chiusura di cui all'art. 2347-ter, comma 3, cod. civ., non è esclusivo laddove meno tutelante rispetto ad altri criteri specificati dallo statuto.

Soggetti beneficiari: tutte le società quotate.

Strumento normativo: modifica all'art. 2347-ter, comma 3, cod. civ.

Durata: permanente.

- *Segmenti di Mercato per Holding*

Perseguendo l'obiettivo di razionalizzazione, si ritiene opportuno abrogare la richiamata previsione legislativa, con un impatto trascurabile sul generale regime normativo cui soggiacciono le società quotate.



Soggetti destinatari: gestori di mercati regolamentati, società quotate.

Strumento normativo: abrogazione del comma 2-bis dell'art. 62 del TUF.

Durata: permanente.

- *Ruolo del responsabile del collocamento*

Nel quadro complessivo di semplificazione degli adempimenti e degli oneri a carico delle società che intendano quotarsi, potrebbe essere utile intervenire altresì sulla vigente disciplina in tema di responsabilità del responsabile del collocamento al fine di definirne il contenuto e i limiti.

Fermo restando la rilevanza del responsabile del collocamento e i presidi a tutela degli investitori e del mercato, un intervento di razionalizzazione in tale ambito, teso a definire più puntualmente gli ambiti di responsabilità dei soggetti che a vario titolo partecipano al processo di quotazione, potrebbe ridurre i costi legati all'offerta pubblica iniziale, incentivando i processi di quotazione.

5.2.2. Misure fiscali

Per favorire la quotazione in Borsa potrebbero essere riconosciuti incentivi fiscali sia in capo all'impresa che intraprende il percorso di quotazione - ad esempio ipotizzando un maggior rendimento ai fini ACE - sia in capo ai soggetti investitori che intervengono in tale circostanza (con trattamenti distinti a seconda della loro diversa natura: es. investitori istituzionali, equity investors, persone fisiche investitori o persone fisiche proprietari/amministratori delle società in quotazione). Inoltre, diversi incentivi potrebbero essere riconosciuti in funzione della fase del percorso di quotazione in cui l'impresa si trova: pre-quotazione, quotazione, *grace period* successivo alla quotazione, negoziazione *post-grace period*. Si tratta di proposte che dovranno essere costruite in conformità con la disciplina comunitaria in materia di aiuti di stato.

5.3. CROWDFUNDING

Il *crowdfunding* può rappresentare un importante strumento per sostenere la crescita delle start-up consentendo loro di reperire le risorse necessarie per sviluppare la propria idea imprenditoriale.

L'Italia è stato il primo paese al mondo a dotarsi di una normativa sull'*equity crowdfunding*. Ciò sta promuovendo la creazione di un nuovo mercato. Tuttavia, sarebbe importante rafforzare lo strumento. In particolare - come proposto nel documento di Assolombarda, che recepisce i contributi dell'Advisory Board del progetto "Crowdfunding Lombardia" al quale Confindustria partecipa - si dovrebbe:

1. ampliare la base di potenziali emittenti. In particolare si potrebbe aprire lo strumento a tutte le società che non hanno ancora pienamente sviluppato la propria attività e non solamente a quelle connotate da innovatività (eventualmente tale apertura potrebbe riguardare le imprese con un fatturato inferiore ai 5 milioni di euro);

-
2. eliminare l'obbligo di sottoscrizione delle offerte da parte degli investitori istituzionali;
 3. applicare la disciplina della gestione dei titoli dematerializzati alle quote di Società a responsabilità limitata al fine di:
 - evitare che i costi di trasferimento delle quote (onorari professionali, oneri tributari e amministrativi) determinino una sensibile penalizzazione della potenziale plusvalenza realizzata dagli investitori;
 - consentire lo scambio di questi strumenti finanziari in maniera rapida ed efficiente ove sia presente un elevato numero di soci;
 4. prevedere un obbligo di collaborazione tra intermediari finanziari e banche al fine di evitare la duplicazione degli adempimenti connessi alle verifiche in materia di antiriciclaggio e MIFID sul medesimo investitore da parte di più intermediari, consentendo l'utilizzo dei profili già disponibili all'interno del sistema bancario.

