



CAMERA DEI DEPUTATI
VI COMMISSIONE FINANZE

*Squilibrio della struttura finanziaria delle imprese
italiane che rischia di essere determinato dalla
pandemia da Covid-19*

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti
Contabili

Roma, 8 aprile 2021

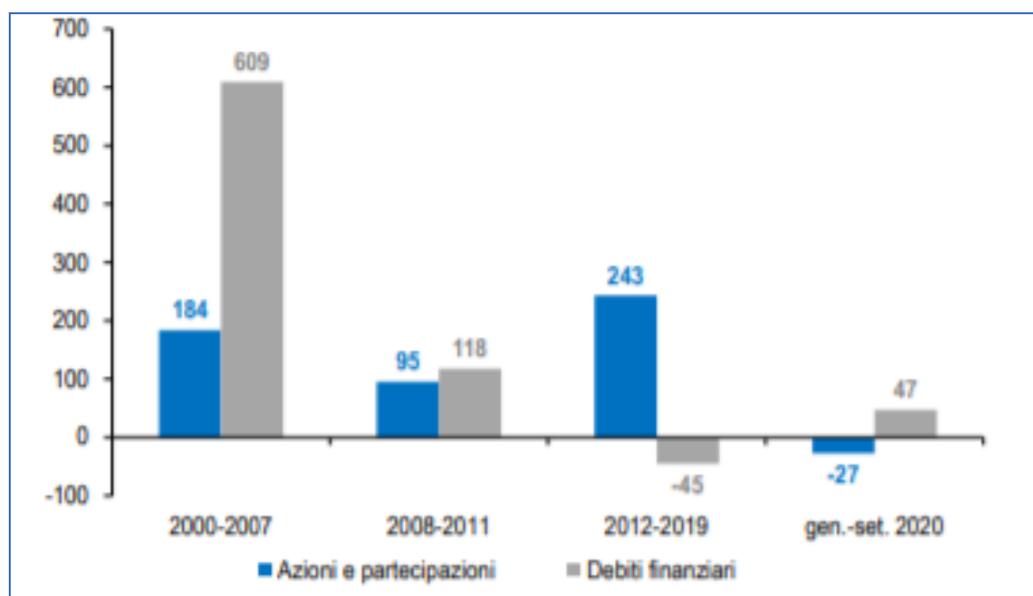
Sommario

| | |
|---|-----------|
| 1. La situazione patrimoniale delle imprese: quadro generale e obiettivi | 3 |
| 2. Il processo di capitalizzazione delle imprese | 5 |
| 2.1 <i>L'aiuto alla Crescita Economica</i> | 5 |
| 2.2 <i>I Piani Individuali di Risparmio</i> | 6 |
| 2.3 <i>A agevolazioni per i nuovi apporti di equity.....</i> | 7 |
| 2.4 <i>L'equity crowdfunding.....</i> | 8 |
| 2.5 <i>Gli strumenti di "quasi equity" e l'intervento di Cassa Depositi e Prestiti.....</i> | 10 |
| 3. La dinamica del credito alle imprese..... | 11 |
| 4. La diffusione di strumenti alternativi di finanziamento..... | 13 |
| 4.1 <i>Minibond e titoli di debito.....</i> | 14 |
| 4.2 <i>Il Lending crowdfunding.....</i> | 17 |
| 4.3 <i>Altre iniziative di supporto alla diffusione di strumenti di finanziamento non bancari</i> | 19 |
| 5. Conclusioni e proposte del CNDCEC..... | 20 |

1. La situazione patrimoniale delle imprese: quadro generale e obiettivi

Negli ultimi anni le imprese italiane hanno intrapreso un percorso volto a mitigare una delle più rilevanti criticità del nostro tessuto produttivo, vale a dire una scarsa patrimonializzazione e un eccessivo ricorso alla leva finanziaria per il finanziamento degli investimenti e dei processi di crescita, come testimoniato dall'analisi dei flussi tra strumenti di equity e debiti finanziari degli ultimi 20 anni.

Figura 1 – Flussi di debiti e patrimonio nelle società italiane

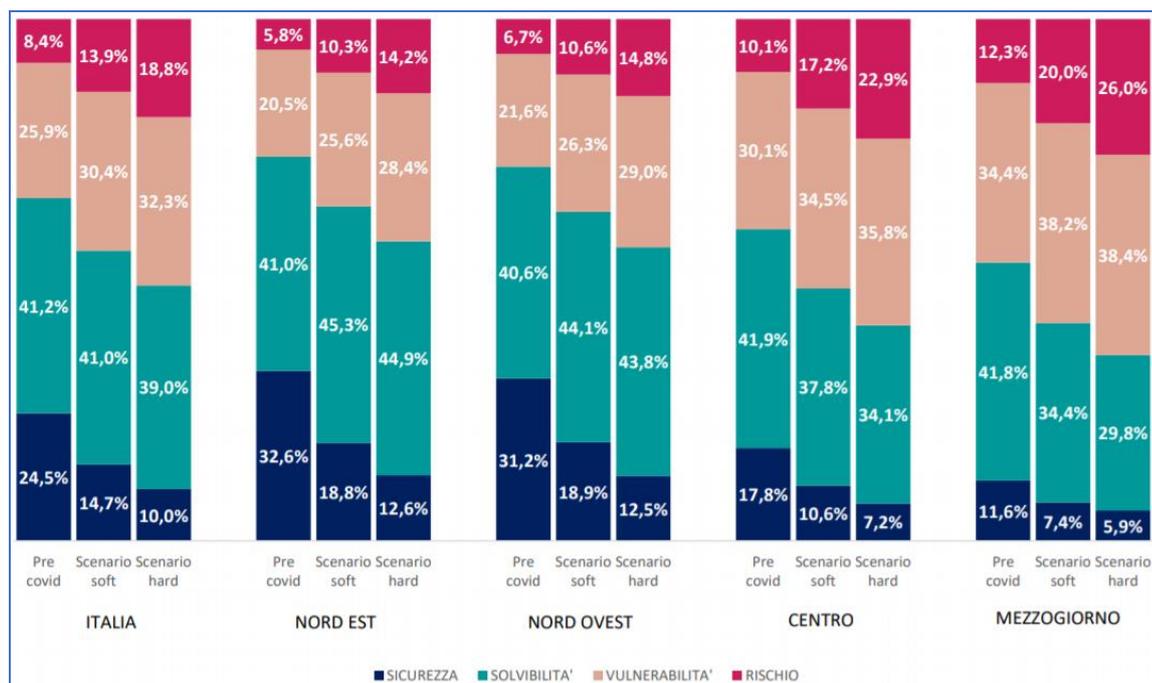


Fonte: Servizio studi BNL su dati Banca d'Italia

Tale andamento ha consentito al sistema economico italiano, e in particolare al settore manifatturiero, di reagire alle difficoltà connesse alla pandemia da Covid 19 in maniera migliore e contando su una maggiore solidità rispetto a quanto avvenuto durante la crisi finanziaria del 2008, come testimoniato anche dalla riduzione del *non performing loans ratio*, sceso dal 18,6% del 2015 al 7,3% del 2019.

Ciò nonostante, secondo una recente ricerca Cerved, è concreto il rischio che a seguito all'emergenza pandemica la percentuale di imprese a rischio default possa raggiungere valori più che doppi (dall'8,4% al 18,8%) rispetto a quelli registrati pre-Covid, generando altri rischi in relazione ad un ulteriore ampliamento del gap territoriale all'interno del Paese, atteso che il Mezzogiorno anche in questo caso rischia di soffrire più delle altre aree territoriali.

Figura 2 - Impatti del Covid-19 sul rischio di default delle PMI



Fonte: Confindustria – Cerved, "Rapporto Regionale PMI 2020"

Tale maggiore rischiosità è in parte correlata al massiccio ricorso all'indebitamento operato dalle imprese italiane per far fronte alla carenza di liquidità, anche sfruttando gli interventi del governo, tra i quali soprattutto¹:

- le moratorie e sospensioni sui prestiti, le cui domande alla data del 12 marzo 2021 erano pari a 2,7 milioni, rispetto ai quali le richieste provenienti da società non finanziarie ammontavano a circa 189 miliardi;
- i finanziamenti assistiti dal Fondo Centrale di Garanzia, con circa 1,8 milioni di domande e un importo di circa 149 miliardi;
- i prestiti supportati da Garanzia Italia di SACE, che raggiungono i 22,3 miliardi di euro, su 1.699 richieste ricevute.

È di tutta evidenza che l'utilizzo degli strumenti in questione, ancorché necessario a molte imprese per ottenere la liquidità funzionale alla sopravvivenza e alla continuità aziendale, causerà, in futuro, un appesantimento dei bilanci delle società a causa del maggiore indebitamento, soprattutto per le PMI.

Sulla base delle considerazioni e dei dati fin qui analizzati, appare chiaro come, per il futuro sarà necessario mettere in campo una serie di misure volte a sostenere nuovi processi di rafforzamento e patrimonializzazione delle imprese, oltre a consentire loro un più agevole accesso a strumenti di finanziamento alternativi a quelli bancari tradizionali.

¹ Fonte: Comunicato Stampa del Ministero dell'Economia e delle Finanze n° 58 del 24/03/2021.

Su tali temi, il presente documento espone alcune proposte che possono essere di supporto al conseguimento degli obiettivi in questione, privilegiando suggerimenti di facile applicazione, relativi a strumenti già presenti nel panorama finanziario, caratterizzati da un funzionamento di tipo automatico e destinati prevalentemente al sostegno delle imprese di minore dimensione.

2. Il processo di capitalizzazione delle imprese

La dinamica relativa alla struttura del capitale delle imprese, oltre ad evidenziare un maggiore ricorso a strumenti alternativi di finanziamento (es.: obbligazioni e minibond), ha mostrato altresì una complessiva riduzione della leva finanziaria (circa il 10% in 10 anni). Tale trend è stato supportato sia da un aumento della redditività (con conseguente reinvestimento degli utili di esercizio e incremento del patrimonio netto), sia da un maggiore ricorso *tout court* agli strumenti di equity.

A questo proposito, nel prosieguo si offre una panoramica dei principali strumenti che hanno contribuito al risultato in questione, abbinata a proposte e ipotesi per un loro rafforzamento.

2.1 L'aiuto alla Crescita Economica

Uno degli strumenti già a disposizione delle imprese è rappresentato dall'Aiuto alla Crescita Economica ("ACE"), introdotto dal D.L. 201/2011. Studi internazionali dimostrano come simili misure, destinate ad eliminare le distorsioni create dal regime fiscale in relazione alla convenienza del debito rispetto all'equity (*debt bias*), abbiano effettivamente generato effetti positivi: l'effetto di riduzione del *leverage ratio* connesso a tali strumenti è stato quantificato, ad esempio, nel 10% in Belgio e nel 5% in Germania.

In Italia, lo stesso effetto è stato quantificato in un range compreso tra il 3,5% e il 9%, utilizzando dati relativi agli anni in cui il rendimento nozionale era pari al 3%. Considerando che l'ultima legge di Bilancio, riportando in vita l'ACE, ha stabilito nell'1,3% il rendimento nozionale, appare evidente come un primo intervento (anche di rapida implementazione) potrebbe essere attuato anche solo aumentando tale valore, riportandolo almeno al valore del 3% precedente al taglio dell'IRES dal 27,5% al 24%, con l'obiettivo di neutralizzare – almeno parzialmente – il citato *debt bias*.

Tale intervento potrebbe essere, inizialmente, anche selettivo, focalizzandosi ad esempio sulle imprese di piccola e media dimensione (indicativamente con fatturato inferiore a 50 milioni di euro), atteso che proprio in tali imprese l'impatto dell'ACE dovrebbe essere più incisivo per ridurre l'indebitamento e aumentare la capitalizzazione.

2.2 I Piani Individuali di Risparmio

Altro strumento già presente nel nostro ordinamento che potrebbe essere maggiormente indirizzato al sostegno della patrimonializzazione delle imprese è rappresentato dai piani individuali di risparmio (“**PIR**”), la cui disciplina è stata di recente modificata dai decreti “Rilancio” e “Agosto”.

Il titolare del PIR “ordinario” può investire per importi non superiori a 30.000 euro annui e 150.000 euro complessivi, con una durata di almeno 5 anni, per ottenere l’esonero dalle imposte sulle rendite finanziarie correlate all’investimento e dalle imposte di successione sull’investimento, senza vincoli specifici legati all’età dell’intestatario del piano.

Inoltre, al fine di essere “PIR Conformi”, gli investimenti devono rispettare altresì i seguenti requisiti:

- non più del 10% del portafoglio può essere investito in strumenti emessi dallo stesso emittente;
- almeno il 70% del patrimonio deve essere investito in azioni e obbligazioni emesse da aziende italiane o europee con stabile organizzazione in Italia; di tale quota, almeno il 25 % deve essere investito in strumenti finanziari di imprese non presenti nell'indice FTSE MIB e almeno il 5% in titoli emessi da imprese diverse da quelle inserite nei panieri FTSE MIB e FTSEMID Cap, quindi in imprese di piccola dimensione.

In questo caso, oltre ad agire sulle soglie “quantitative” (si pensi al limite di risparmio annuo e complessivo per singolo investitore), si potrebbero modificare anche alcuni requisiti qualitativi al fine di rendere l’investimento “PIR conforme”. Per i piani tradizionali, ad esempio, potrebbe essere incrementata l’attuale soglia del 5% da investire in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle del Ftse MIB e del Ftse MID Cap (o indici equivalenti), ovvero destinare una quota non a generici “strumenti finanziari” ma specificamente a strumenti di equity.

I “PIR alternativi” (introdotti dal “Decreto Rilancio” e modificati dal “Decreto Agosto”, invece, presentano limiti all’entità degli investimenti pari a 300.000² euro all’anno e a 1.500.000 di euro complessivamente, oltre a prevedere un vincolo di concentrazione che dal 10% è innalzato al 20%. Inoltre, a differenza dei PIR ordinari, in questo caso è l’intero 70% “vincolato” a dover essere investito in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle inserite negli indici Ftse MIB e Ftse MID Cap (o indici equivalenti), in prestiti erogati alle predette imprese nonché in crediti delle medesime imprese. Tale previsione rappresenta certamente uno stimolo a investire in strumenti emessi da soggetti di dimensioni limitate.

Anche in relazione ai PIR alternativi, si potrebbe ipotizzare un innalzamento dei limiti dell’investimento complessivi, o eventualmente consentire la costituzione di almeno due PIR per ogni investitore.

² Limite modificato in aumento dall’art. 68 del D.L. 104/2020. Tali limiti non si applicano agli enti di previdenza obbligatoria e ai soggetti gestori di forme di previdenza complementari.

Per incentivare gli investimenti in strumenti di equity emessi da tali soggetti, quindi una tipologia di *security* tendenzialmente rischiosa, è possibile rafforzare il meccanismo del credito d'imposta sulle perdite sofferte da investimenti "PIR conformi"³, incrementando la soglia attuale (pari al 20% delle somme investite in strumenti qualificati), riducendo le quote annuali di utilizzo del credito (attualmente pari a 10) ed estendendo l'agevolazione anche ad investimenti effettuati oltre il 31 dicembre 2021, anche atteso che gli effetti della pandemia si stanno estrinsecando in un periodo molto più esteso rispetto alle previsioni iniziali. A ciò, non da meno, un azzeramento dei costi di ingresso e di gestione da parte dei risparmiatori privati.

2.3 Agevolazioni per i nuovi apporti di equity

Importanti misure di natura fiscale a supporto dell'investimento in equity, con particolare attenzione alle start-up e alle PMI innovative, sono state definite dalla legge di bilancio 2017 e confermate dal recente "Decreto Rilancio". In tal senso, gli organi governativi hanno, infatti, stabilito per:

- le persone fisiche un'agevolazione fiscale, quale detrazione ai fini IRPEF, pari al 50% della somma investita in una o più start up innovative fino ad un investimento massimo annuale di € 100.000;
- le persone fisiche un'agevolazione fiscale, quale detrazione ai fini IRPEF, pari al 50% della somma investita in una o più PMI innovative su un investimento massimo annuale di € 300.000;
- le persone giuridiche un diritto alla detrazione dall'imponibile IRES pari al 30% del totale investimento con un limite annuale di 1,8 milioni di euro (vantaggio fiscale massimo pari a € 540.000 all'anno).

Per ciò che concerne l'aumento al 50% della detrazione prevista per le persone fisiche, si tratta di un'agevolazione che ad oggi prevista solo per i privati potrebbe interessare anche le società, incrementando, in tal senso interventi in particolare di investitori come i fondi di venture capital.

Inoltre, potrebbe essere di grande impatto l'estensione delle agevolazioni esaminate nel presente paragrafo agli investimenti in strumenti di equity emessi da tutte le PMI, a prescindere dalla qualifica di start-up o PMI innovativa.

A tale proposito, l'art. 26 del "Decreto Rilancio" ha già introdotto un credito d'imposta per gli aumenti di capitale effettuati entro il 31 dicembre 2020, in misura del 20%, da calcolare su un investimento massimo di 2 milioni. Tale agevolazione potrebbe essere resa strutturale, modificando chiaramente i requisiti di accesso, che sono stati inizialmente tarati in base all'emergenza Covid (ad esempio perdita del 33% del fatturato rispetto al 2019) e aumentando la percentuale di detrazione o la soglia massima di investimento agevolabile (eventualmente limitando l'agevolazione a imprese con meno di 50 milioni di fatturato).

³ Introdotto dalla Legge di Bilancio 2021 (L. 178/2020).

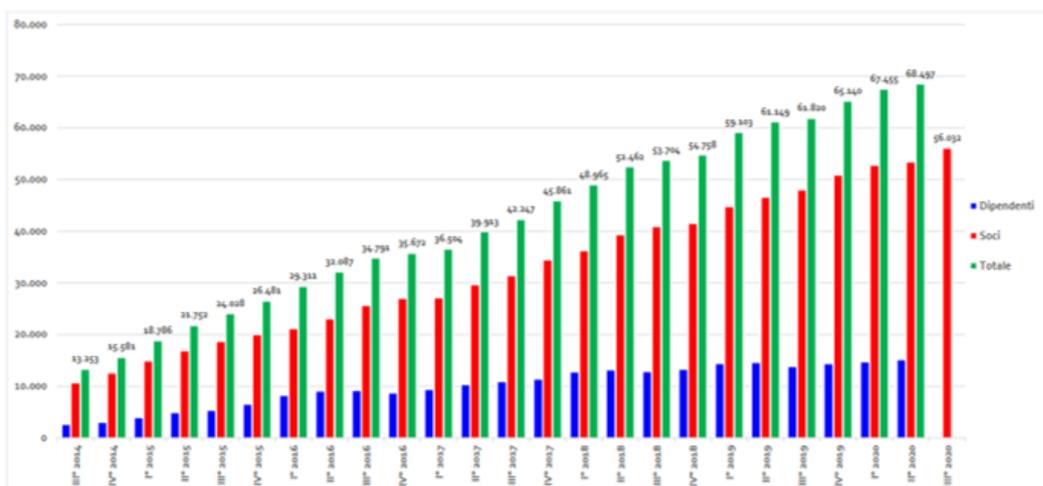
Dal punto di vista cronologico, la durata dell'agevolazione in oggetto potrebbe essere limitata a 5 anni, in maniera coerente con quanto disposto dall'art. 6 del D.L. 23/2020 ("Decreto Liquidità) che ha consentito la copertura delle perdite generate nel 2020 entro il quinto esercizio successivo.

Un'ulteriore misura di stimolo all'apporto di mezzi propri da parte dei soci potrebbe essere attuata facendo ricorso alla leva fiscale. Per i finanziamenti soci fruttiferi a favore di piccole e medie imprese, mantenuti in azienda per almeno 5 anni, la tassazione sui relativi proventi potrebbe essere assimilata a quella prevista per i titoli di stato, individuando in ogni caso un limite al tasso di interesse applicabile.

2.4 L'equity crowdfunding

Negli ultimi anni si sta assistendo ad un forte incremento di nuove forme di finanziamento delle PMI, con meccanismi di accesso a piattaforme informatiche, su cui si registra l'incontro tra la domanda (prevalentemente imprese) e l'offerta (risparmiatori e investitori) di mezzi finanziari. In particolare, si sta assistendo ad uno sviluppo degli strumenti dell'equity e lending crowdfunding. Per quanto riguarda, l'equity, dai dati raccolti, l'Italia risulta essere il primo Paese in Europa ad aver adottato una normativa specifica dedicata all'equity crowdfunding e grazie al Regolamento CONSOB è il primo Paese al mondo ad essersi dotato di una normativa attuativa organica (anticipando la SEC negli Stati Uniti). L'intervento del legislatore, nel corso degli anni, consapevole della validità e della diffusione dello strumento, con il D.L. 179/2012 (il c.d. "Decreto Crescita *bis* o 2.0"), ha ampliato il provvedimento anche alle start-up, mediante un Regolamento CONSOB 26 giugno 2013 attuato con delibera n. 18592/2013 intitolato "Raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali online". Un fenomeno, quello delle start-up innovative, che dai dati statistici diffusi da Infocamere sta facendo registrare un incremento sostanziale, anche dal punto di vista dell'impegno di soci e del numero di dipendenti impiegati.

Figura 3: Trend start up innovative costituite negli ultimi anni



Fonte: Infocamere

Tabella 1: Numero di start up innovative 2° e 3° trimestre 2020

Dati strutturali (nazionali): startup innovative

1

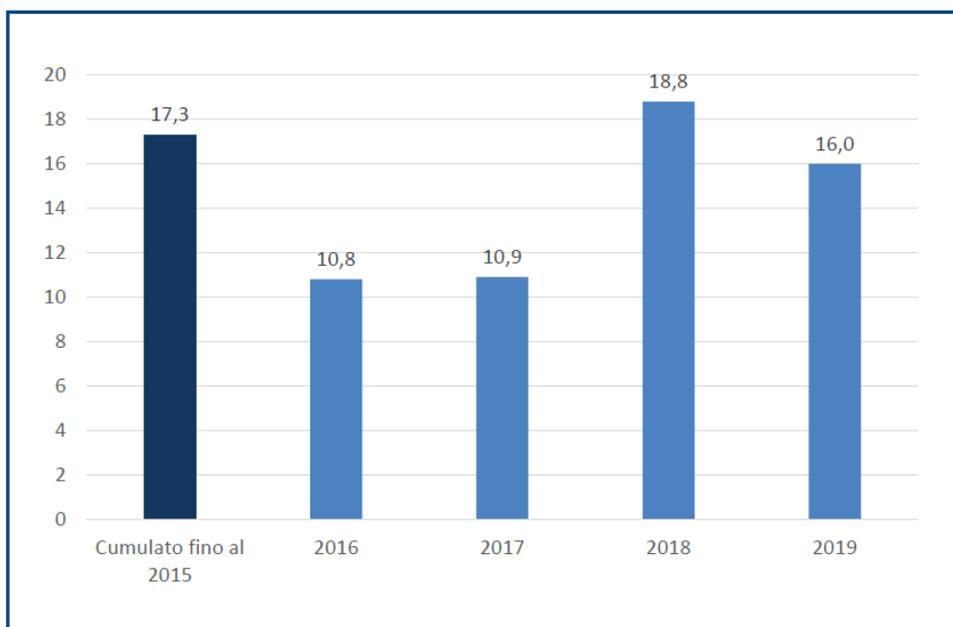
Numero e dimensione

| | 2° trim 2020 | 3° trim 2020 | Variazioni in % 3° trim 2020 / 2° trim 2020 |
|--|------------------|------------------|--|
| N. startup innovative | 11.496 | 12.068 | 4,98 |
| N. nuove società di capitali | 365.907 | 370.495 | 1,25 |
| % startup innovative sul totale delle nuove società di capitali | 3,14 | 3,26 | n.d. |
| Capitale sociale totale dichiarato dalle startup innovative | 656.306.287 € | 689.832.478 € | 5,11 |
| Capitale sociale totale dichiarato dalle nuove società di capitali | 27.868.917.557 € | 31.967.652.635 € | 14,71 |

Fonte: Infocamere

Ritornando all'equity crowdfunding e alla raccolta monetaria, da alcuni dati diffusi da Started⁴ e riportati nell'Osservatorio POLIMI a febbraio 2020 prima della pandemia, si contano 29 portali attivi impegnati sia nella *donation* che nel *reward* che hanno raccolto complessivamente, tra il 2017 e il 2019, circa 73 milioni di euro.

Figura 4: Andamento della raccolta nelle campagne di donation e reward



Fonte: Starteed

⁴ <https://crowdfundingreport.it>

2.5 Gli strumenti di “quasi equity” e l’intervento di Cassa Depositi e Prestiti

Come in precedenza sottolineato, le dinamiche finanziarie che le imprese danneggiate dalla pandemia dovranno sostenere faranno emergere problemi di sovraindebitamento e, in alcuni casi, eventuali pericoli di gravi tensioni di liquidità o addirittura di default.

Di conseguenza, potrebbe essere presa in considerazione la possibilità di conversione in capitale proprio di parte dei prestiti utilizzati dalle aziende, ipotizzando un meccanismo di ristoro per le banche e, eventualmente, facendo ricorso al principio del *pari passu* già individuato dall’art. 26 del “Decreto Rilancio” per il rafforzamento patrimoniale delle PMI, verificando il rapporto di proporzionalità più congruo tra iniezione di nuovi mezzi propri e intensità dell’agevolazione in oggetto.

Un simile principio potrebbe essere applicato anche allo strumento del “Fondo Patrimonio PMI” gestito da Invitalia e meglio analizzato nel prosieguo, che tra le premialità potrebbe prevedere anche una quota da poter convertire in strumenti di equity.

Per garantire maggiore flessibilità alle imprese, oltre che in equity puro, la quota di finanziamenti potrebbe essere convertita in strumenti finanziari partecipativi di vario genere, potenzialmente cedibili a una o più società veicolo pubbliche (coinvolgendo verosimilmente Cassa Depositi e Prestiti). Con una simile operazione, si consentirebbe alle aziende la possibilità di restituire le somme dovute attraverso modalità differenti (distribuzione di dividendi, *buyback* diretto, e così via).

Oltre agli interventi in questione, sarebbe opportuno agevolare e supportare l’utilizzo, da parte delle imprese di strumenti di “quasi-equity”, vale a dire finanziamenti che si collocano tra equity e debito e presentano un rischio più elevato del debito di primo rango (*senior*) e inferiore rispetto al capitale primario (*common equity*), il cui rendimento per il soggetto che lo detiene si basa principalmente sui profitti o sulle perdite dell’impresa destinataria e non è altrimenti garantito in caso di cattivo andamento dell’impresa. Gli investimenti in quasi-equity possono essere strutturati come debito, non garantito e subordinato, compreso il debito mezzanino, e, in alcuni casi, convertibile in equity, ovvero come prestiti partecipativi.

In relazione agli strumenti “ibridi” di finanziamento, giova sottolineare come le Disposizioni Operative del Fondo Centrale di Garanzia vigenti dal 15 marzo 2019 prevedano espressamente la possibilità di intervento a supporto di “finanziamenti del rischio”, che comprendono gli strumenti di quasi-equity sopra citati (ad esempio obbligazioni convertibili). Sul punto, attesa la situazione di difficoltà connessa alla ripresa post Covid-19, potrebbe essere opportuno allentare o rendere più flessibili i requisiti soggettivi e oggettivi da rispettare per le operazioni in questione, al fine di allargare la platea dei potenziali beneficiari, oltre a rafforzare l’intervento del Fondo in termini di perdite coperte.

Nell’ambito degli strumenti di equity – sia esso puro o “ibrido” – un ruolo fondamentale per la ripresa connessa alla fine della pandemia può essere giocato da CDP e dalle sue partecipate.

Anche in questo caso, potrebbe essere opportuno ampliare le soglie massime di intervento (ad esempio in relazione al Fondo Rilancio Startup di recente attivazione o al Fondo Venture Italia I) o estendere l'ambito operativo di alcuni strumenti.

3. La dinamica del credito alle imprese

Le dinamiche che caratterizzano l'accesso al credito si sono, negli ultimi anni, alquanto modificate. Se da un lato, infatti, la domanda continua ad essere marcata, dall'altro l'offerta del credito degli istituti bancari si basa su criteri sempre più stringenti che impongono una più attenta valutazione dei crediti in portafoglio a seguito delle nuove indicazioni normative sul patrimonio di vigilanza e più in generale sui rischi relativi alla remunerazione e al rientro del capitale prestato.

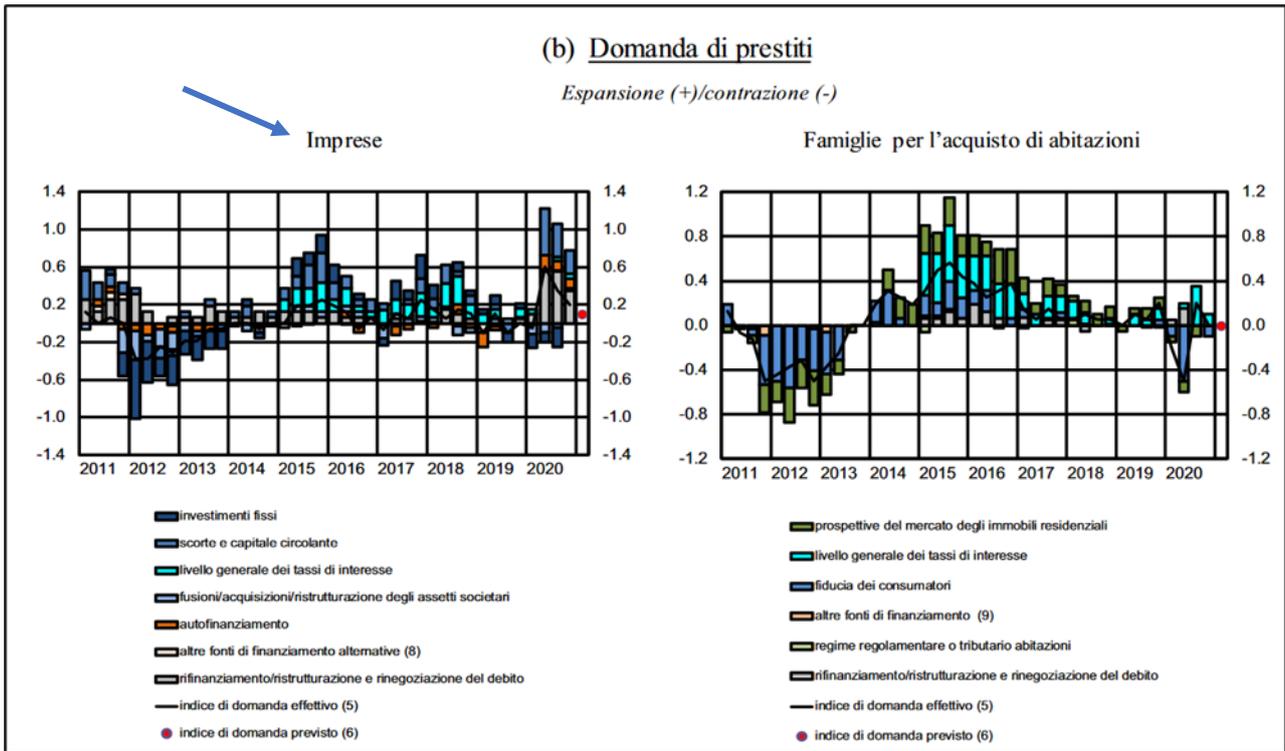
Si tratta di criteri che hanno come principale obiettivo quello di identificare le posizioni dei clienti e la loro solidità, onde evitare l'aumento dei crediti deteriorati (*non-performing loans*, NPL) – crediti scaduti, quale principale rischio che le banche italiane si trovano oggi a fronteggiare.

Con l'avvento della pandemia, l'offerta del credito ha risentito sicuramente della straordinarietà dell'evento (basti pensare all'intervento del Fondo Centrale di Garanzia o di Sace, alla moratoria dei finanziamenti), seppur nel rispetto di comportamenti prudentiali in merito alla concessione di mezzi finanziari. Di diversa fattura la domanda di moneta da parte delle imprese, che si sono trovate a dover sopperire alla perdurante scarsità di *buffer* di liquidità e, più in generale, delle scorte di capitale circolante, oltre ad un calo del processo di autofinanziamento, dovuto molto spesso all'impossibilità di conseguire risultati reddituali, prima e, finanziari dopo, in un contesto di continuità aziendale.

Tali considerazioni sono supportate da un'indagine sul credito dei principali istituti bancari italiani (figura 5), da cui emerge una domanda di prestiti focalizzata sulle scorte di capitale circolante, piuttosto che in investimenti fissi. A ciò si aggiunga la considerevole quota di richiesta di rifinanziamento e ristrutturazione, a fronte di uno scarso autofinanziamento.

A ciò ci aggiunge la crescente (seppur ancora limitata) richiesta, da parte delle imprese, del ricorso alle forme di finanziamento alternative rispetto al credito bancario, che nel corso del tempo hanno trovato un discreto sviluppo anche grazie ad alcuni recenti interventi governativi.

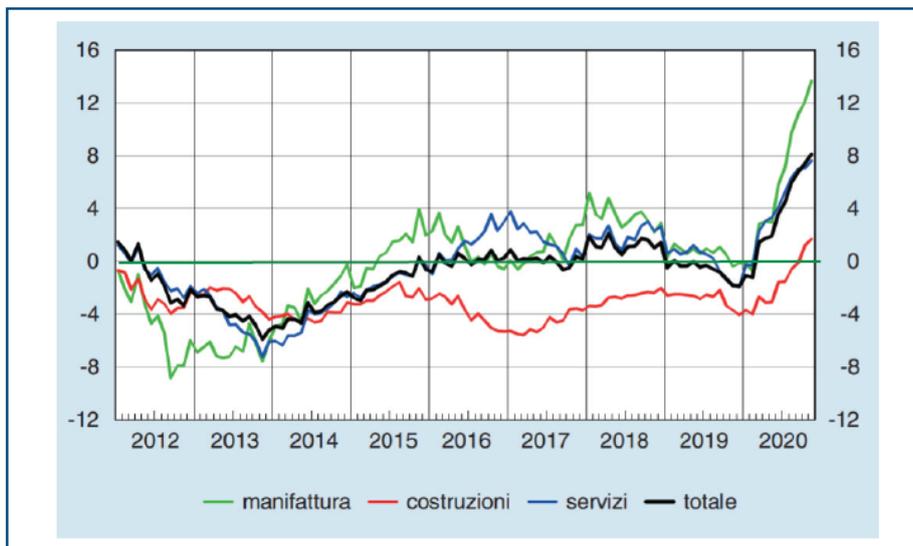
Figura 5: Domanda dei prestiti delle imprese



Fonte: Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro

Approfondendo l'analisi rispetto ai diversi settori di attività, la figura successiva mostra come la crescita dell'erogazione di credito, anche grazie agli interventi dello Stato connessi alla pandemia, abbia interessato tutti i comparti, con particolare riguardo per la manifattura, portando lo stock complessivo per le imprese non finanziarie a circa 700 miliardi.

Figura 6 – Credito bancario per imprese non finanziarie: variazione dello stock 2012 - 2020



Fonte: Bollettino Economico – Banca d'Italia

Partendo da queste brevi riflessioni introduttive, si ritiene doveroso fare alcune considerazioni sui principali strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario, ovvero strumenti che possano stimolare il processo di autofinanziamento delle imprese, anche alla luce degli interventi governativi dei decreti legislativi che si sono susseguiti nell'ultimo anno.

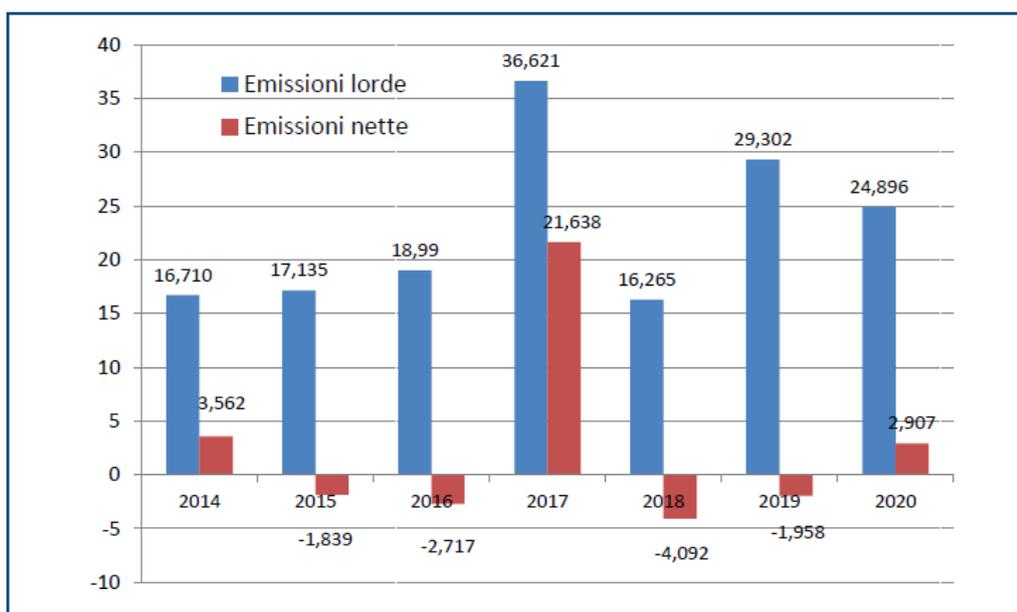
4. La diffusione di strumenti alternativi di finanziamento

Prima di analizzare strumenti e proposte, giova sottolineare come uno dei primi benefici dell'utilizzo di strumenti alternativi di finanziamento sia rappresentato dalla diversificazione delle fonti finanziarie, che consente di ridurre la dipendenza dal sistema bancario tradizionale, aumentando il proprio potere contrattuale nei confronti degli istituti creditizi, e ottenendo un più agevole accesso a un più vantaggioso costo del credito.

Inoltre, l'emissione e la collocazione sul mercato (*infra*) di titoli di debito rappresenta in molti casi l'occasione per molte PMI di avvicinarsi gradualmente al mercato degli investitori professionali, acquisendo competenze in ambito finanziario spesso radicate nelle piccole aziende e 'preparandosi' a operazioni più complesse e più impegnative per gli assetti proprietari come il ricorso a operatori di private equity e la quotazione in Borsa.

A tale proposito, giova sottolineare come, focalizzando l'attenzione sul mercato obbligazionario, tra il 2014 e il 2020 il valore delle emissioni abbia in ogni caso fatto registrare un aumento significativo, passando da 16,7 miliardi a quasi 25 miliardi.

Figura 7 – Emissioni obbligazionarie imprese non finanziarie (2014 - 2020)



Fonte: Banca d'Italia

4.1 Minibond e titoli di debito

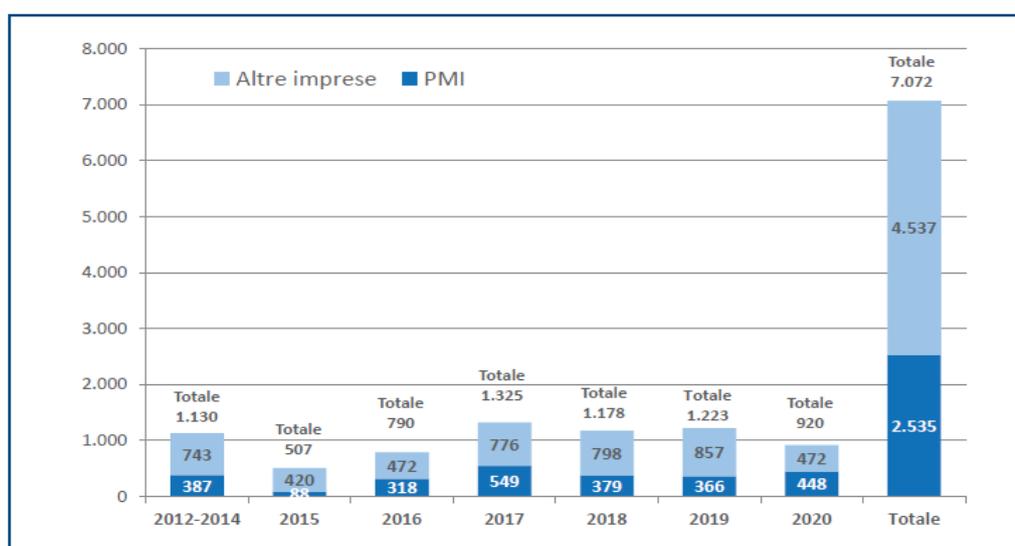
Per ciò che concerne la diffusione di strumenti alternativi al credito bancario tradizionale, una delle opzioni più rilevanti è rappresentata dai Minibond, la cui attuale disciplina è stata introdotta nel 2012 dal “Decreto Sviluppo” (D.L. 83/2012)⁵, per provare ad offrire nuovi canali di finanziamento, anche come risposta alla crisi finanziaria e al conseguente *credit crunch* iniziato a partire dal 2008, soprattutto a favore delle imprese di minore dimensione. L’emissione di tali strumenti, infatti, è consentita anche a società a responsabilità limitata e società per azioni non quotate che possono negoziare i titoli in questione sul mercato ExtraMOT ed ExtraMOT PRO³ (dedicato a titoli emessi da società non quotate su mercati regolamentati, PMI, o aventi valore inferiore a 50 milioni).

La crescita e l’interesse verso i minibond sono testimoniati anche dalle performance registrate nel 2020, durante il quale, nonostante la crisi legata alla pandemia, il mercato ha comunque mantenuto le posizioni, attestandosi a un livello solo di poco inferiore rispetto al 2019. Tale risultato è stato raggiunto anche grazie agli interventi statali, che hanno interessato anche i minibond, ad esempio attraverso il Fondo Centrale di Garanzia e la Garanzia Italia di Sace.

Un piccolo incentivo è stato determinato anche dalla possibilità di collocare i titoli su piattaforme di *equity crowdfunding*, che hanno consentito una raccolta di circa 14 milioni.

Le 176 emittenti dell’anno scorso (nel 31,8% dei casi soggetti con ricavi inferiori a 10 milioni) hanno portato a 671 il numero complessivo di imprese che al 31 dicembre 2020 avevano emesso un minibond, raccogliendo nell’anno appena trascorso 920 milioni, con un taglio medio pari a circa 4,59 milioni. L’andamento delle emissioni tra 2012 e 2020 in termini di valore è mostrato nella figura seguente, che evidenzia un trend in costante aumento e, come accennato, un significativo coinvolgimento delle PMI.

Figura 8 – Controvalore delle emissioni al di sotto dei 50 milioni (anni 2012 – 2020)

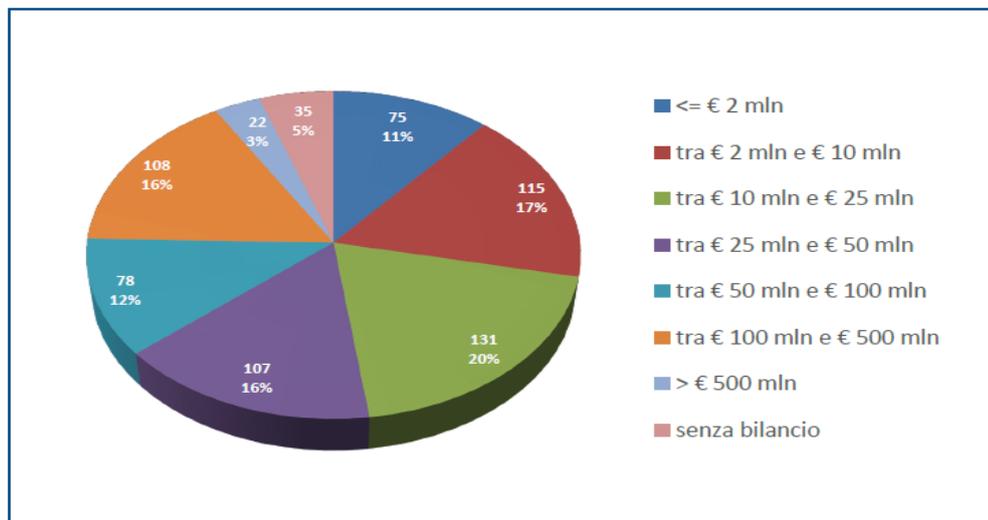


Fonte: Osservatorio Minibond, Politecnico di Milano

⁵ La disciplina è stata successivamente modificata e integrata dal D.L. 179/2012 (“Decreto Sviluppo bis”), dal D.L. 145/2013 (“Decreto Destinazione Italia”), e dal D.L. 91/2014 (“Decreto Competitività”).

La segmentazione delle emittenti in base ai ricavi è offerta nella figura seguente, dalla quale si evince come la classe più numerosa sia quella composta da imprese con ricavi compresi tra 10 e 25 milioni (pari al 20% del campione).

Figura 9 – Segmentazione emittenti per classe di fatturato (anni 2012 – 2020).



Fonte: Osservatorio Minibond, Politecnico di Milano.

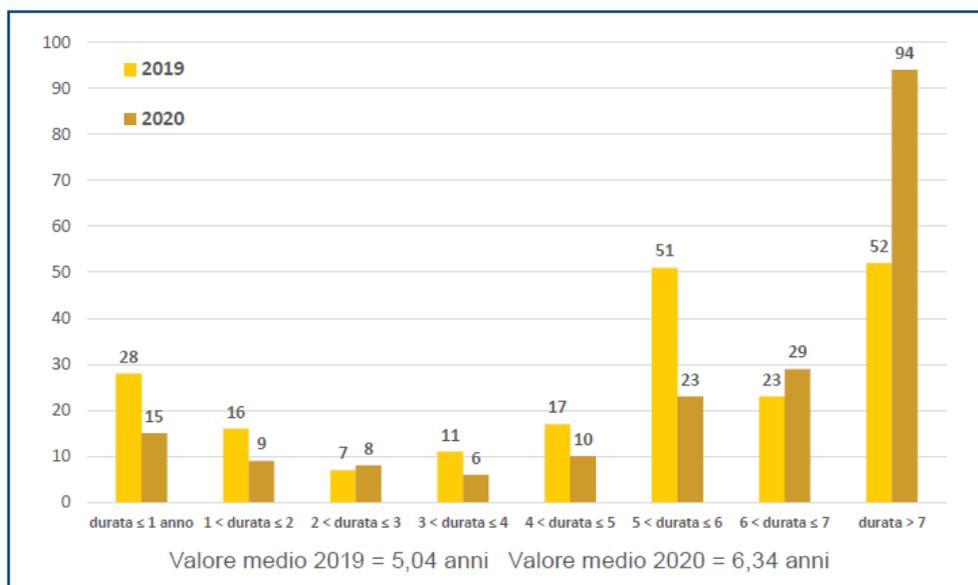
Giova sottolineare come il 61% degli emittenti sia rappresentato da società di piccola e media dimensione e il 65% delle emissioni complessive presenti un valore inferiore a 5 milioni, con una cedola media che finora si attesta al 4,48% per gli strumenti con remunerazione fissa.

Il 58% delle emissioni è stato affiancato da una garanzia, nella maggior parte dei casi prestata da parte di soggetti statali (FCG) o Regionali, mentre in un 7% dei casi a garantire autonomamente è stato l'emittente⁶.

Per ciò che concerne la scadenza, la maggior parte dei titoli presenta *maturity* pari o superiore a 7 anni, con un valore medio che si attesta, tuttavia, a 5,47 anni, che nel 2020, tuttavia, sale a 6,34 anno, come si evince dalla figura seguente.

⁶ Si veda, sul punto, il "7° Report Italiano sui minibond", Osservatorio sui Minibond del Politecnico di Milano, febbraio 2021.

Figura 10 – Distribuzione scadenza minibond (anni 2019 – 2020).



Fonte: Osservatorio Minibond, Politecnico di Milano.

Nel 2020 si registra altresì un calo della cedola media, probabilmente anche grazie all'intervento delle garanzie pubbliche, che porta il valore in questione al 3,61%, per la prima volta al di sotto della soglia del 4%.

A tale proposito, giova sottolineare come l'azione del Fondo Centrale di Garanzia sia praticamente raddoppiata, passando dalle 48 emissioni obbligazionarie garantite al 31/12/2019 (per un importo di 37,2 milioni su 78,9 raccolti) ai 95 titoli garantiti nel solo 2020 (per 77,8 milioni su 97,5 milioni raccolti).

Dall'analisi di tali dati, emerge in maniera naturale l'opportunità di rafforzare e semplificare il meccanismo di garanzie pubbliche a favore dell'emissione di minibond, oltre a prolungare e rendere strutturali le misure intraprese dal governo per fronteggiare la crisi causata dalla pandemia.

A questo proposito, giova sottolineare anche i buoni risultati ottenuti da operazioni sui *basket bond* (ad esempio in Campania e Puglia), che suggerirebbero di rendere tali operazioni strutturali e non connesse a singole iniziative (spesso attivate su base regionale), anche grazie all'intervento di Cassa Depositi e Prestiti, che ha già supportato l'utilizzo di simili strumenti (es.: Elite Basket Bond).

Altra opportunità da cogliere per le imprese, anche per quelle di piccola e media dimensione, riguarda l'emissione di Social bond e green bond. Finora ne sono stati collocati a 38, per un controvalore pari a oltre 18,6 miliardi.

In relazione a tali investimenti, attesa la loro importanza anche in termini di sostenibilità complessiva del nostro sistema economico e produttivo, sarebbe verosimile prevedere trattamenti di favore e di sostegno, ad esempio dal punto di vista fiscale.

Tale proposta potrebbe essere applicata anche in via più generale, ad esempio prevedendo l'esclusione degli interessi passivi relativi a titoli di debito emessi dalle società (magari limitando solo a quelle di piccola e media dimensione) dai limiti di deducibilità previsti dell'art. 96 del TUIR al verificarsi di determinate condizioni (ad esempio, titoli di debito con scadenza di medio/lungo termine, destinazione delle somme ricevute al finanziamento di spese per investimento).

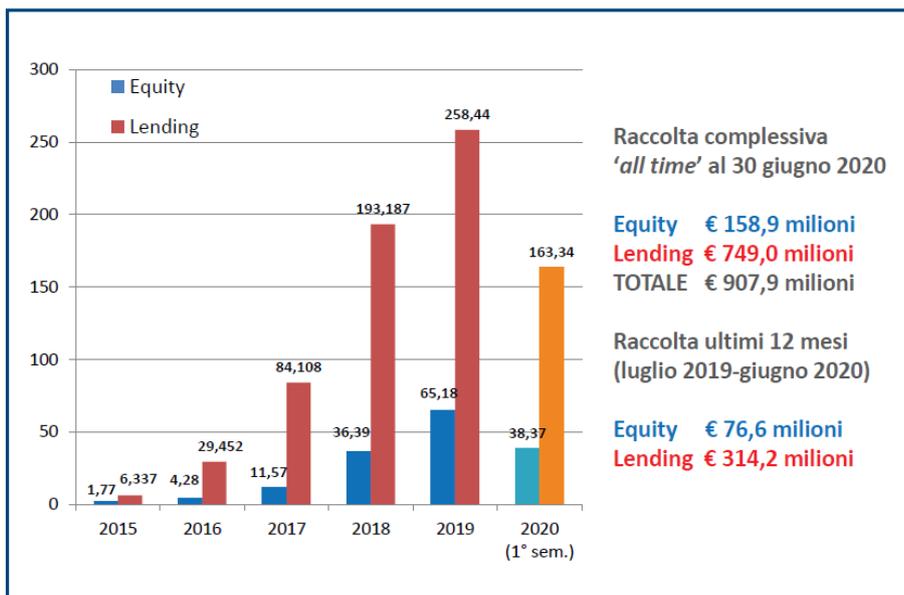
Sempre per ciò che concerne l'utilizzo della leva fiscale, ad alcuni tipi di minibond potrebbe essere accordato un trattamento fiscale di favore in capo ai sottoscrittori, in relazione alle cedole incassate, ad esempio equiparandone la tassazione a quella in vigore per i titoli di stato. Tale misura potrebbe essere temporanea (almeno entro i 18 mesi dalla fase di uscita dall'emergenza Covid) e applicabile solo in presenza di alcuni requisiti (ad esempio in termini di *holding period* o di *use of proceeds* da parte dell'impresa).

4.2 Il Lending crowdfunding

Come in precedenza sottolineato, oltre all'equity, rientrano tra le forme di raccolta fondi mediante piattaforme, le operazioni di **lending crowdfunding**. Al 30 giugno 2020, le piattaforme attive risultavano essere 6 destinate ai finanziamenti consumer (persone fisiche) e 11 per la raccolta delle imprese (business), di cui ben 7 specializzate nel *real estate lending*.

Anche per il lending crowdfunding, ad oggi le raccolte risultano ragguardevoli ed in deciso aumento. A seguire una rappresentazione dei dati raccolti dall'Osservatorio POLIMI per quanto attiene la raccolta per l'equity ed il lending crowdfunding.

Figura 11: La raccolta equity e lending crowdfunding in Italia

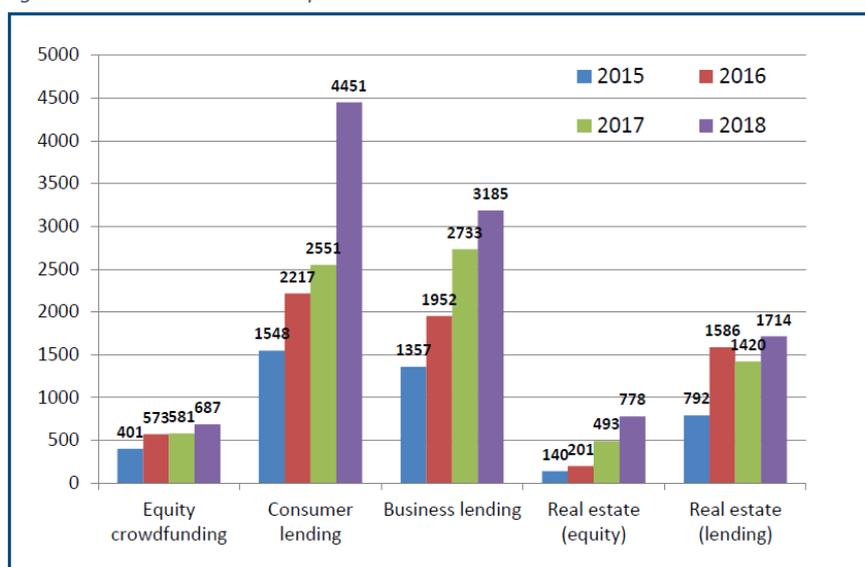


Fonte: 5° Rapporto Italiano sul Crowdfunding - Osservatorio POLIMI, 2020.

La figura 11 riporta la raccolta complessiva al 30 giugno 2020, pari a € 158,9 milioni, per l'equity, e a € 749,0 milioni per il lending. È evidente il forte incremento del primo semestre 2020 se rapportato ai dati registrati dal 2015 al 2019, che sono su base annua. Nel primo semestre 2020, in cui già si avvertivano i primi effetti della pandemia, probabilmente privati ed imprese si sono orientati verso differenti forme di incontro tra domanda ed offerta di mezzi monetari.

A livello europeo, i dati confermano lo sviluppo di questi strumenti alternativi in particolare nel Regno Unito, mentre Germania e Francia sono più o meno in linea con l'Italia sia in relazione all'equity che al lending crowdfunding.

Figura 12: La situazione in Europa



Fonte: Cambridge Centre for Alternative Finance (sono escluse le piattaforme che sottoscrivono in proprio il 100% della raccolta (modello 'balance sheet') – Osservatorio POLIMI

Tabella 2: Le raccolte in alcuni paesi europei nel 2018

| | Regno Unito | Germania | Francia |
|----------------------------|-----------------|---------------|---------------|
| <i>Equity crowdfunding</i> | € 436 milioni | € 33 milioni | € 31 milioni |
| <i>Consumer lending</i> | € 1.852 milioni | € 586 milioni | € 311 milioni |

Fonte: CCAF, Bundesverband Crowdfunding, Financement Participatif France – Osservatorio POLIMI

Rispetto ai valori dei tre Paesi europei, richiamati nella tabella 2, in Italia nel 2018, si registra una raccolta equity poco sopra i € 36 milioni, mentre per le operazioni di lending, i valori della raccolta sono intorno a € 193 milioni

Le variabili che caratterizzano lo sviluppo degli strumenti dell'equity e del lending crowdfunding sono sostanzialmente le seguenti:

-
- piattaforme informatiche performanti, poiché in tutte le circostanze necessita un'architettura tecnologica in grado di favorire l'incontro della domanda e dell'offerta di risorse finanziarie;
 - competenze specifiche da parte di *advisor*, per affiancare privati e imprese che intendono avvalersi di questi strumenti di finanza innovativa; basti pensare alle consulenze legali ed aziendali in relazione alla stesura di business plan, di piani di marketing, ecc.;
 - copertura assicurativa o comunque qualunque altra attività tesa a salvaguardare l'investitore e i suoi patrimoni.

Alla luce di quanto sopra esposto, relativamente allo sviluppo negli ultimi anni dell'utilizzo delle piattaforme, si potrebbero ipotizzare iniziative del MISE (vedi "Transizione 4.0), volte a definire linee di credito specifiche a vantaggio lending crowdfunding. Si tratterebbe di misure tese, ad esempio, a sviluppare le piattaforme informatiche, piuttosto che il supporto di competenze, in un'ottica di regolarizzazione dell'attività dei differenti operatori in relazione ai loro ruoli, così come richiesto dalla Comunità Europea.

In definitiva, si potrebbero prevedere misure del MISE, ad esempio, sotto forma del "credito d'imposta" o "voucher" sia per i costi di infrastruttura informatica che per la valorizzazione delle competenze dei soggetti impegnati in questo ambito.

A ciò si aggiungano misure di natura fiscali che abbiano come principale obiettivo lo stimolo di investimenti, sia da parte di persone fisiche che imprese, mediante una detrazione ai fini Irpef e Ires, così come prevista per l'equity crowdfunding, ovvero ridurre la percentuale dell'imposta alla fonte ad oggi pari al 26% sui proventi derivanti dal lending crowdfunding. A tale proposito, per le persone fisiche che investono in titoli di debito emessi da PMI, tale ritenuta potrebbe essere ridotta al 12,50% per un periodo di tre anni.

In ultimo, in attesa dell'effettiva entrata in vigore del nuovo Regolamento Europeo sul crowdfunding⁷ (prevista entro il 10 novembre 2021), al fine di sostenere una maggiore diffusione del lending crowdfunding, è possibile ipotizzare un ampliamento della platea di potenziali investitori (con un maggiore coinvolgimento di soggetti *retail*), riducendo le soglie previste dall'art. 24, commi 2 e 2-quater del Regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013.

4.3 Altre iniziative di supporto alla diffusione di strumenti di finanziamento non bancari

Giova sottolineare, inoltre, come durante l'emergenza Covid, al fine di supportare la diffusione di strumenti alternativi di finanziamento, sia stata creata una nuova agevolazione ("Fondo Patrimonio PMI"), gestita da Invitalia. Tale misura opera attraverso l'acquisto di obbligazioni o titoli di debito emessi da aziende con fatturato compreso tra 10 e 50 milioni, che hanno effettuato un aumento di capitale pari ad almeno € 250.000.

⁷ REGOLAMENTO (UE) 2020/1503 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937.

Il soggetto gestore della misura può acquistare effettuare acquisti per un importo pari al minore tra:

- il triplo del valore dell'aumento di capitale effettuato;
- il 12,5% dell'ammontare dei ricavi relativi all'esercizio 2019.

Anche in questo caso la misura – che prevede la sottoscrizione dei titoli entro il 30 giugno 2021 – potrebbe essere resa strutturale o quantomeno prolungata, oltre ad essere rivisitata in termini di requisiti di accesso.

In definitiva, oltre a prolungare la durata dell'agevolazione (o renderla strutturale), si potrebbero ipotizzare alcune modifiche, per estenderne la diffusione e aumentarne l'appeal presso le imprese, agendo su:

- requisiti di accesso, da modificare rispetto alla prima fase dell'emergenza (ad esempio perdita del 33% del fatturato), includendo anche le imprese a partire da un fatturato superiore ai 5 milioni;
- aumento della durata massima dei titoli (ad esempio fino a 10 anni) e dell'importo massimo che Invitalia può sottoscrivere;
- incremento delle premialità relative al mantenimento dell'occupazione, nonché agli investimenti in tutela ambientale e tecnologie abilitanti 4.0.

5. Conclusioni e proposte del CNDCEC

A conclusione del presente documento, servendoci di una tabella sinottica, cerchiamo di sintetizzare le principali proposte volte a sostenere il “modificato” fabbisogno finanziario delle imprese, favorendo una maggiore patrimonializzazione – attraverso un più elevato ricorso a strumenti di equity e una complessiva riduzione della leva finanziaria – e una minore dipendenza dal sistema bancario, grazie all'utilizzo di strumenti alternativi di finanziamento. Il tutto in una cornice macroeconomica complessiva che è quella della pandemia che si sta vivendo e i cui effetti, molto presumibilmente, continueranno a estrinsecarsi anche negli anni a venire.

Si ribadisce, come già accennato nelle premesse, che le proposte riguardano quasi esclusivamente strumenti già esistenti o facilmente attivabili, con benefici in molti casi automatici e che non richiedono un'attività significativa di valutazione o elaborazione, dispendiosa in termini di tempi ed energie sia per le imprese che per la Pubblica Amministrazione.

Tabella 3 – Sintesi delle proposte

| Strumento / misura | Proposta |
|--------------------------------------|---|
| ACE (Aiuto Crescita Economica) | <ul style="list-style-type: none"> Incremento del rendimento nozionale almeno al valore del 3%, limitando eventualmente l'intervento a imprese con fatturato fino a euro 50 milioni. |
| PIR (Piano Individuali di Risparmio) | <p>Per i "Pir Conformi":</p> <ul style="list-style-type: none"> <u>innalzamento, in termini di risparmio annuo impiegato, dei limiti dell'investimento complessivi (previsti per i Pir alternativi)</u> o eventualmente consentire la costituzione di almeno due per ciascun investitore; incremento dell'attuale soglia del 5% da investire in strumenti finanziari di imprese diverse da quelle del Ftse MIB e del Ftse MID Cap (o indici equivalenti), ovvero destinare una quota non a generici "strumenti finanziari" ma specificamente a strumenti di equity; rafforzamento del meccanismo del <u>credito d'imposta sulle perdite sofferte da investimenti</u>, incrementando la soglia attuale (pari al 20% delle somme investite in strumenti qualificati), riducendo le quote annuali di utilizzo del credito (attualmente pari a 10), senza limitazione temporale dell'investimento (anche investimenti oltre il 31 dicembre 2021), attesi gli effetti della pandemia; <p>Per tutte le tipologie di Pir:</p> <ul style="list-style-type: none"> azzeramento dei costi di ingresso e di gestione da parte dei risparmiatori privati. |
| Supporto ai nuovi apporti di equity | <ul style="list-style-type: none"> Incremento al 50% della detrazione prevista per le persone fisiche, anche per le persone giuridiche, al fine di favorire l'intervento di investitori come i fondi di venture capital; ai fini delle detrazioni fiscali in atto o potenziali, ampliamento della platea a tutte le PMI non ricomprendendo solo start-up e PMI innovative; individuazione, come strutturali, delle posizioni previste dall'art. 26 del "Decreto Rilancio" (credito d'imposta per gli aumenti di capitale effettuati entro il 31 dicembre 2020, in misura del 20%, su un investimento massimo di 2 milioni), eliminando i requisiti di accesso (33% della perdita del fatturato 2019), fissando tutt'al più il limite di fatturato a 50 milioni e un limite temporale quinquennale; tassazione agevolata per i proventi derivanti da finanziamenti soci fruttiferi a favore di PMI; |
| Strumenti di quasi equity | <ul style="list-style-type: none"> Possibilità – eventualmente limitata alle sole PMI – di convertire in equity (o strumenti finanziari partecipativi) parte dei finanziamenti accesi in seguito all'emergenza Covid 19, al verificarsi di determinati requisiti; rafforzamento e ampliamento dell'intervento del Fondo Centrale di Garanzia e a favore di strumenti "ibridi" di finanziamento; inserire la possibilità di conversione in equity tra le premialità previste per il "Fondo Patrimonio PMI"; rafforzamento e ampliamento dell'intervento di Cassa Depositi e Prestiti. |

| | |
|-------------------------------|---|
| Minibond | <ul style="list-style-type: none"> • Rafforzamento delle garanzie pubbliche mediante incremento delle soglie del valore garantibile; • incentivazione all'emissione di <i>social bond</i> e <i>green bond</i>, mediante la leva fiscale, con esclusione dei limiti di deducibilità previsti dell'art. 96 del TUIR al verificarsi di determinate condizioni (ad esempio, titoli di debito con scadenza di medio/lungo termine, destinazione delle somme ricevute al finanziamento di spese per investimento); • equiparazione della tassazione a quella relativa ai titoli di stato al verificarsi di determinati requisiti, per un periodo limitato; • rafforzamento dell'intervento del "Fondo Patrimonio PMI", gestito da Invitalia, mediante: <ul style="list-style-type: none"> ○ eliminazione dei requisiti di accesso (es.: perdita 33% del fatturato causa Covid); ○ riduzione dei requisiti di accesso in termini di fatturato passando dall'attuale limite minimo di 10 milioni di fatturato a limite minimo di 5 milioni; ○ prolungamento della data utile per la sottoscrizione; ○ aumento della durata massima dei titoli (ad esempio fino a 10 anni) e dell'importo massimo che Invitalia può sottoscrivere; ○ incremento delle premialità relative al mantenimento dell'occupazione, nonché agli investimenti in tutela ambientale e tecnologie abilitanti 4.0. |
| Equity e lending crowdfunding | <ul style="list-style-type: none"> • Per il lending crowdfunding, individuazione di misure di natura fiscali, sia a vantaggio di persone fisiche che imprese, così come prevista per l'equity crowdfunding, ovvero ridurre la percentuale dell'imposta alla fonte ad oggi pari al 26% sui proventi derivanti dal lending crowdfunding; • Ampliamento della platea di potenziali sottoscrittori per un maggiore coinvolgimento di investitori <i>retail</i>. |