

## **FINANZA INNOVATIVA: SEMPLIFICARE PER CRESCERE. LE PROPOSTE DEL CNDCEC**

di **Nicola Lucido**

**Sommario:** 1. Premessa. – 2. Le startup innovative e la raccolta dei fondi con l’equity crowdfunding. – 3. Gli strumenti di finanziamento non equity: le cambiali finanziarie e i mini bond. – 3.1. Le cambiali finanziarie. – 3.2 I mini-bond. – 4. Le altre proposte. – 5. Conclusioni

### **1. Premessa**

La congiuntura economica che ha caratterizzato negli ultimi anni i mercati nazionali ed internazionali, a cui ha fatto seguito la difficoltà finanziaria di molte PMI, hanno indotto gli organi di governo ad adoperarsi con una serie di interventi legislativi mirati, al fine di creare, ovvero di stimolare, la ripresa economica.

In tal senso, negli ultimi anni si sono susseguiti una serie di azioni di supporto alla crescita economica del paese<sup>1</sup>, a partire dalle misure sulle startup innovative e sull’impiego degli strumenti di finanza innovativa, come le cambiali finanziarie ed i mini bond.

Dai dati raccolti dal MISE, riportati nel documento “Small Business Act” – rapporto 2015, risulta che le numerose iniziative poste in essere dai governi, che si sono susseguiti negli ultimi anni, non hanno trovato la giusta diffusione, a causa sia di una scarsa conoscenza da parte degli operatori economici (professionisti ed imprese), sia per le difficoltà nell’applicazione dei suddetti strumenti.

Si riportano di seguito i dati rilevati dal MISE nel Marzo 2014 (Fonte Rapporto SBA, 2015, p. 56):

---

<sup>1</sup> A questo proposito ricordiamo il decreto crescita 2.0 del 2012, il decreto “Destinazione Italia” nel 2013, il “Decreto Competitività” del 2014 ed il decreto del 2015 “Investemet Compact”.



Il dato rilevante è rappresentato dal fatto che sovente le imprese non conoscono le azioni e gli incentivi messi a disposizione dallo Stato e, nel caso in cui le imprese ne abbiano conoscenza, sono poche quelle che li utilizzano.

In relazione a questa indagine, resta quindi da chiedersi se ed in che modo sia possibile fare qualcosa per sovvertire questa reticenza nell'impiego degli strumenti e degli interventi proposti dal governo; reticenza che il più delle volte è dovuta alla scarsa conoscenza oppure all'insufficiente padronanza operativa.

Essendo il commercialista, nelle dinamiche imprenditoriali, il primo interlocutore delle PMI, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli esperti Contabili ha sviluppato una serie di proposte frutto di un'attenta analisi delle iniziative poste in campo dal governo, per comprendere ambiti su cui intervenire, al fine di garantire una più proficua adozione degli strumenti finanziari. La scelta di organizzare una tavola rotonda, dal Titolo "Finanza Innovativa per le PMI: semplificare per crescere" nell'ambito dell'iniziativa congressuale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, tenutasi a Milano il 15 e 16 ottobre 2015, vuol essere uno

stimolo alla creazione di una cultura protesa verso nuove forme di finanziamento dell'impresa oltre a quelle tradizionali.

I temi trattati nella tavola rotonda hanno interessato principalmente:

- a) le startup innovative, in merito alla raccolta dei fondi con l'equity crowdfunding;
- b) la disciplina degli strumenti finanziari delle cambiali finanziarie e dei mini-bond.

## **2. Le startup innovative e la raccolta dei fondi con l'equity crowdfunding**

L'equity crowdfunding rappresenta uno strumento di raccolta fondi di capitale di rischio che ben si relaziona con la necessità di reperimento di mezzi di finanziamento da parte delle startup. Tant'è che, con il decreto legge "Investment Compact", il governo chiarisce che le startup innovative possono far ricorso all'equity crowdfunding.

Da un punto di vista operativo, il "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte delle start-up innovative" (Regolamento n. 18592 - Consob) rappresenta il principale documento che norma le operazioni di equity crowdfunding.

Entrando nel merito di quanto è stato proposto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, oggetto del dibattito nell'ambito del workshop sulla "Finanza Innovativa", ci si è concentrati sull'abbattimento della profilazione del sottoscrittore secondo le disposizioni MIFID stabilita attualmente in € 500,00, per le persone fisiche, e € 5.000 per le persone giuridiche, rendendosi necessario un innalzamento ad € 15.000 del limite massimo oltre il quale procedere alla profilazione MIFID (indipendentemente che si parli di persona fisica o giuridica).

Così come si è voluto ribadire l'importanza di abbattere il limite annuo complessivo di sottoscrizioni di € 1.000, per le persone fisiche, o € 10.000, per le persone giuridiche, a tutto vantaggio di un innalzamento del predetto limite ad un multiplo adeguato, quale ad esempio € 50.000, a prescindere che si tratti di investitori privati persone fisiche o giuridiche.

Inoltre sempre con riferimento alla profilazione, il CNDCEC ritiene che la medesima debba essere fatta obbligatoriamente dall'istituto di credito con cui il potenziale investitore ha già dei rapporti, senza dover essere costretti a rivolgersi a terzi soggetti, la cui attività di profilazione sarebbe sicuramente più dispendiosa sia da un punto di vista di tempi di attuazione che di costi. Con riferimento alle predette proposte la Consob, presente nella tavola rotonda, entrando nel dibattito ha evidenziato come, fermo restando la validità delle richieste oggetto di analisi da parte degli organi preposti, sia necessario che qualunque nuova attività debba avere alla base la tutela del risparmiatore, rendendo sempre più competitivo il mercato. In tal senso, occorre lavorare per affievolire il trade-off tra la domanda di capitale (l'impresa che raccoglie i fondi equity) e l'offerta (il risparmiatore che investe nell'impresa). Per fare ciò, è importante che dal

lato dell'intermediazione tra domanda ed offerta si ampli il numero degli operatori, che non può limitarsi ai gestori dei portali, ma anche ai gestori del risparmio, ovvero gli “investitori istituzionali” spesso in grado di procedere alla profilazione dei soggetti che intendono adoperarsi nel mercato dell'equity crowdfunding.

Per finire riprendendo l'art. 24 del regolamento 18592 Consob che recita <<Ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, il gestore verifica che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative [...]>>, la proposta del CNDCEC è stata quella di annoverare tra i soggetti <<investitori professionali>>, oltre a quelli già previsti dalla normativa vigente (fondazioni bancarie, incubatori di startup, ecc.), altre categorie di operatori qualificati quali, ad esempio, i *business angels*, che, attentamente selezionati, con il loro intervento devono essere in grado di garantire e tutelare il risparmiatore. La selezione dei suddetti *business angels* dovrebbe esserci sulla scorta di parametri quantitativi (fatturato, pacchetto di clienti, risparmio gestito, ecc.) e qualitativi, valutati e attestati da una figura professionale quale il commercialista o l'avvocato.

Con riferimento a quanto appena esposto intervenendo, la CONSOB ha evidenziato che la percentuale del 5% deve essere sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative, con il solo scopo di assicurare il risparmiatore singolo sulla validità della richiesta di equity, avendo, l'investitore istituzionale, già fatto tutte le analisi del caso. Pertanto, una qualsiasi altra forma di ampliamento della categoria degli investitori professionali deve andare nella direzione sopra evidenziata, ovvero essere in grado di assicurare il risparmiatore che investe il proprio denaro in una start-up innovativa.

### **3. Gli strumenti di finanziamento non equity: le cambiali finanziarie e i mini bond**

L'introduzione delle norme sulla vigilanza previste dagli accordi di Basilea 2 e di Basilea 3 hanno profondamente innovato e modificato la disciplina del sistema creditizio, ridefinendo i meccanismi sia dal lato dell'offerta del credito che dal lato della domanda. Dal lato dell'offerta si registra un certo irrigidimento nell'erogazione delle risorse finanziarie, in relazione anche ad una maggiore attenzione del rischio specifico delle imprese richiedenti e del settore di loro appartenenza. Dal lato della domanda, si assiste, invece, ad un processo di forte sottocapitalizzazione delle imprese, con una prevalenza di ricorso ai finanziamenti di breve durata, finalizzato alla copertura del fabbisogno di circolante, piuttosto al consolidamento delle posizioni debitorie di breve in precedenza contratte. Il che comporta senza ombra di dubbio una maggiore onerosità, ma, ancor di più, l'aumento del rischio di trovarsi non pronti a fronteggiare un'eventuale ripresa economica, non avendo la capacità e la forza monetaria per ripartire,

poiché schiacciati da una situazione di squilibrio finanziario dettato, per l'appunto, da una sottocapitalizzazione e da un eccessivo ricorso al capitale di terzi di breve, spesso impiegato a copertura degli investimenti la cui liquidabilità è orientata al medio e lungo termine.

In questo scenario, l'adozione di nuovi strumenti di finanza può rappresentare per l'impresa un modo in più per gestire il proprio fabbisogno finanziario e favorire e migliorare gli equilibri monetari in un'ottica di pianificazione strategica.

Nello specifico si ci soffermerà sullo strumento delle cambiali finanziarie e sullo strumento dei mini bond.

### *3.1 Le cambiali finanziarie*

Le cambiali finanziarie sono state istituite in Italia con la legge 13 gennaio 1994, n. 43 a cui sono seguite sostanziali modifiche con il Decreto legge 22 giugno 2012 n. 83.

La disciplina che regola il mercato delle cambiali finanziarie, quali strumenti di raccolta del risparmio, è rappresentata dalla legge n.43/1994, a cui si aggiungono il Testo Unico Bancario, le indicazioni del CICR, con la delibera del 19 luglio 2005 n. 1058 ed il documento sulle istruzioni di vigilanza sulle banche.

A seguito degli interventi normativi riportati nei vari decreti legge che si sono susseguiti nel corso degli anni, con riferimento ai limiti soggettivi, l'art. 1 della legge n. 43/1994, comma 2 bis, stabilisce che *<<Le cambiali finanziarie possono essere emesse da società di capitali nonché da società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro-imprese, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003 [...]>>*.

Per quanto concerne, invece i limiti quantitativi, per l'emissione dello strumento della cambiale finanziaria necessita fare richiamo a quanto indicato nella circolare CICR n. 1058 del 19 luglio 2005, che indica in € 50.000 il taglio minimo, fattasi eccezione per le società con azioni quotate che emettono titoli destinati alla quotazione.

Le cambiali finanziarie possono essere negoziate, o meno, in mercati regolamentati e non regolamentati.

Con riferimento a quest'ultime, ovvero le emissioni di cambiali finanziarie non negoziate in mercati regolamentati e non regolamentati, a garanzia degli investitori, è richiesto l'intervento di uno sponsor.

L'art. 1, comma 2 bis, legifera *<< Le società e gli enti non aventi titoli rappresentativi del capitale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati possono emettere cambiali finanziarie subordinatamente alla presenza dei seguenti requisiti:*

*a) l'emissione deve essere assistita, in qualità di sponsor, da una banca o da un'impresa di investimento, da una società di gestione del risparmio (SGR), da una società di gestione armonizzata, da una società di investimento a capitale variabile (SICAV), purché con succursale costituita nel territorio della Repubblica, che assiste l'emittente nella procedura di emissione dei titoli e lo supporta nella fase di collocamento dei titoli stessi >>>.*

Il ruolo dello *sponsor* è incentrato su una serie di attività, tra cui:

- assegnazione di un rating sul merito creditizio dell'emittente (qualità creditizia ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa);
- controllo della documentazione presentata, ovvero in via generale l'analisi preliminare della fattibilità dell'operazione ed ancora l'attività di collocamento dei prodotti, che devono essere veicolati verso i soli investitori professionali.

Soffermandosi sul ruolo dello *sponsor*, seppur considerando la prioritaria tutela del risparmiatore, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili ritiene comunque necessario assegnare allo *sponsor* compiti che vorrebbero essere quelli di analisi di aspetti sicuramente numerari, attraverso lo studio, ad esempio di un business plan certificato, piuttosto che dei bilanci revisionati (ultimo bilancio revisionato). In tal senso, l'assegnazione del rating che è indirizzato ad una analisi *ex post*, in alcuni casi "deficitaria" per le imprese che intendono per l'appunto ricorrere al mercato dei finanziamenti, dovrebbe essere per buona parte sostituito da un'indagine *ex ante* in relazione alla validità dell'iniziativa dell'impresa e dalla sua potenziale capienza nel rimborso dei finanziamenti ottenuti dai soggetti terzi rispetto agli istituti di credito. Ne consegue che, nella completezza dell'indagine, ai dati quantitativi si potrebbe affiancare un'analisi di "forma" servendosi dei prospetti informativi, sulla scorta di quelli proposti dalla Consob sulla "trasparenza" a tutela degli investitori.

La suddetta proposta va inquadrata in un discorso di efficientazione dei costi dell'emissione di una cambiale finanziaria. Da indagini effettuate si è giunti alla conclusione che per un'emissione di una cambiale finanziaria di € 500.000 l'onere da sostenere è di circa € 54.000, che tradotto in termini percentuali è di circa il 7,90%. Il risultato appena evidenziato raffrontato con un'operazione di breve periodo quale potrebbe essere l'anticipo su fatture, sembrerebbe interessante (rispetto al 6% - 7% in media richiesto per un anticipo su fatture), se non si considerasse il fatto che l'accesso al mercato delle cambiali finanziarie sottopone l'impresa ad un processo molto più complesso e dispendioso rispetto all'apertura di credito per anticipo fatture. Ed è per questo motivo, per cui necessita lavorare sulla semplificazione della procedura a cui potrebbe fare seguito un eventuale risparmio in termini di costi relativi ai minori interventi richiesti da soggetti intermediari.



Il confronto si fa ancor più interessante se al finanziamento a breve (apertura di credito su anticipo fatture) si sostituisce un finanziamento garantito a medio e lungo termine, quale potrebbe essere un mutuo passivo. Infatti, il gap tra i costi relativi alla cambiale finanziaria rispetto al mutuo costituiscono un elemento di sicuro disincentivo per chi ipotizza il ricorso allo strumento della cambiale finanziaria.

### *3.2 I mini-bond*

I provvedimenti che hanno riformato e semplificato la disciplina relativa ai mini-bond sono stati, in sequenza, il “Decreto sviluppo” (DL n. 83 del 22.06.2012), il “Decreto sviluppo bis” (DL n. 179 del 18.10.2012), il “Decreto destinazione Italia” (DL n. 145 del 23.12.2013), il “Decreto crescita e competitività” (DL n. 91 del 24.06.2014). I destinatari delle riforme sono in misura prevalente le imprese che non hanno quotazione di titoli in borsa.

Il procedimento di emissione dei mini-bond comprende una serie di step, ciascuna dei quali richiede sovente il coinvolgimento di alcuni attori, tra cui, l’Advisor, l’Arranger, l’agenzia di rating, le società di consulenze legali, ecc. .

Nello specifico avremo una prima verifica da parte dell’*Advisor* che attesta la sussistenza dei requisiti richiesti dalla normativa specifica e dal mercato in cui s’intende eventualmente negoziare i titoli. L’*Advisor*, qualora ve ne fosse la necessità, segnala all’azienda le criticità ed i punti di debolezza riscontrati.

La fase successiva è rappresentata dall’attività di due diligence, attuata dall’*Advisor* o da una banca.

L’organizzazione, nonché la ricerca degli investitori, nonché l’attività di collocamento è realizzata dall’*Arranger*, che solitamente è una banca. L’*Arranger* assume il ruolo di “consulente” o comunque di “guida” per la società emittente.

In alcune circostanze si potrebbe richiedere anche l’ausilio dell’agenzia di rating, così come potrebbe essere importante coinvolgere dei consulenti legali.

Alla luce di quanto esposto, è evidente che l’intervento di tanti attori, fermo restando la complessità insita nell’emissione dei mini-bond comporta costi elevati per l’impresa interessata all’emissione. Il dato è ancor più interessante se si considera una società a responsabilità limitata, il cui patrimonio potrebbe essere tale da non permettere il collocamento di un valore considerevole di mini-bond (ricordiamo che il limite per i titoli non quotati è il doppio del patrimonio netto), essendo l’incidenza dei costi dell’operazione su ciascun titolo molto elevata.

Volendo in ogni caso provare ad individuare quali potrebbero essere questi costi avremo:

- ✓ oneri finanziari correlati al tasso di interesse da corrispondere agli investitori;
- ✓ i costi per la consulenza prestata dall’advisor;

- ✓ i costi per l'assistenza dell'arranger;
- ✓ i costi relativi alla certificazione del bilancio;
- ✓ i costi sostenuti per le consulenze legali ed eventualmente per l'acquisizione del rating da parte di un'agenzia specialistica;
- ✓ le commissioni per l'emissione in mercati regolamentati
- ✓ le commissioni da corrispondere alla Borsa.

In questo contesto, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti, non ha potuto far altro che sottolineare l'onerosità dell'operazione che potrebbe essere ridotta qualora si procedesse ad una sorta di "semplificazione" della procedura accorpando una serie di passaggi e/o di soggetti coinvolti nei differenti step. Si dovrebbe cercare, in qualche modo, una formula per accorpate nelle mani di pochi l'attività di affiancamento, sia nella fase preliminare che in quella di collocamento degli strumenti finanziari dei mini bond. Così facendo, presumibilmente si andrebbero a ridurre i costi di intermediazione richiesti da ciascuno dei soggetti intermediari.

#### **4. Le altre proposte**

Sempre con riferimento agli strumenti delle cambiali finanziarie e dei mini bond, il CNDCEC ha portato all'attenzione dei partecipanti alla tavola rotonda sulla finanza innovativa, altre tre questioni.

La prima che si riferisce al Fondo di Garanzia per le PMI, in considerazione del fatto che bisognerebbe prevederlo anche per le cambiali finanziarie così come in passato è già stato fatto per i mini bond, per i quali occorre comunque aumentare gli stanziamenti.

La seconda attiene ai costi di emissione degli strumenti finanziari in relazione alla loro imputazione al conto economico secondo il principio di cassa. Si ritiene, infatti, che sia importante dare la possibilità di dedurre i costi di emissione nell'esercizio in cui sono stati sostenuti e nei due successivi. In tal senso si eviterebbe di gravare su un unico periodo amministrativo gli alti costi dell'emissione a discapito del risultato di esercizio. Il tutto trae fondamento dal fatto che l'emissione di uno strumento finanziario ha un'utilità pluriennale al pari di altre forme di finanziamento di medio e lungo termine.

La terza proposta si focalizza sull'art. 96 del TUIR che recita come segue << *Gli interessi passivi e gli oneri assimilati, diversi da quelli compresi nel costo dei beni ai sensi del comma 1, lettera b), dell'articolo 110, sono deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati. L'eccedenza è deducibile nel limite del 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica. La quota del risultato operativo lordo prodotto a partire dal terzo periodo d'imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2007, non utilizzata per la deduzione degli interessi passivi e degli oneri finanziari di*



*competenza, può essere portata ad incremento del risultato operativo lordo dei successivi periodi d'imposta>>>*. In questo caso il CNDCEC propone che gli interessi passivi relativi agli strumenti finanziari innovativi collegati a titoli non negoziati devono considerarsi interamente deducibili nell'esercizio in cui si sostengono, quindi considerati al di fuori della regola del ROL.

## **5. Conclusioni**

A conclusione del workshop è emerso sostanzialmente che l'accesso al credito tradizionale può e deve essere affiancato da forme di credito di tipo innovativo.

Per fare ciò necessita, innanzitutto, far conoscere le iniziative e gli strumenti ad oggi a disposizione delle imprese.

Ne è consapevole Borsa Italiana, che riporta di dati relativi ad una forte crescita delle contrattazioni sul mercato AIM ed ExtraMot. Sempre Borsa Italiana ha avviato poi un progetto, "Progetto Elite", con l'intento di formare un gruppo di aziende affrontando con esse tematiche indirizzate a valorizzare un'approccio culturale vocato agli strumenti finanziari ed all'adozione delle regolamentazione sulla trasparenza verso gli investitori, di favorire l'analisi, ovvero il check-up aziendale di tipo economico-finanziario, ecc..

Anche l'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital), con una serie di azioni, sta cercando di velocizzare il processo decisionale degli investitori istituzionali nell'attività di finanziamento verso le imprese meritevoli sia da un punto di vista economico-finanziario e sia per le iniziative dalle medesime messe in campo.

La rappresentanza Consob si è dimostrata anch'essa propensa verso una divulgazione culturale di tipo finanziario, con una particolare attenzione agli operatori che affiancano le imprese che si vogliono affacciare sui mercati regolamentati, in cui è più semplice garantire la trasparenza a tutela del risparmiatore.

Dal lato delle imprese, Confindustria sta cercando di stimolare l'incontro tra domanda ed offerta di mezzi finanziari, servendosi dello strumento dei fondi comuni di investimento. A ciò si aggiunga la necessità, secondo Confindustria, di semplificare la fiscalità sui redditi prodotti per rendere più flessibili e meno onerose le scelte finanziarie delle imprese.

In risposta a Confindustria, la rappresentanza del MEF ha per l'appunto evidenziato come la strada della semplificazione e della riduzione della pressione fiscale sia diventato un dictat del governo, richiamando gli ultimi interventi a sostegno delle imprese come, ad esempio, le iniziative sullo startup innovativo.

Nel dibattito è intervenuta anche la politica, con un componente della Commissione Finanze della Camera dei Deputati, che ha voluto rimarcare la necessità di incrementare il Fondo di Garanzia per le PMI, con un'attenzione sia ai mini bond che alle cambiali finanziarie. Oltre a

ciò, l'opportunità di migliorare il processo di informazione e di formazione delle imprese e degli operatori, tra cui i commercialisti, lanciando iniziative quali la creazione di uno "startup manager" attraverso dei voucher con cui professionisti competenti potrebbero affiancare le realtà economiche in fase di lancio.

I vari interventi sopra riportati hanno visto protagonista anche il presidente della commissione "Finanza Innovativa" istituita dal CNDCEC, che ha riportato le iniziative messe in campo dalla commissione e le proposte che sono emerse dal lavoro congiunto dei membri della medesima commissione.

Le conclusioni sono toccate al consigliere nazionale con la delega alla finanza, dal cui intervento è emerso sostanzialmente l'utilità di intensificare le occasioni di scambio tra i vari operatori, affinché qualsiasi proposta e/o azione siano il frutto congiunto di più punti di vista, sia dal lato dell'offerta che dal lato della domanda. Inoltre si è ribadito l'importanza di coinvolgere in qualunque iniziativa, in cui si vuole valorizzare l'impiego degli strumenti di finanza innovativa, i commercialisti, poiché sono i primi interlocutori delle imprese che vorrebbero affacciarsi in un mercato finanziario che non sia quello tradizionale.

Secondo il consigliere nazionale, la volontà di educare e diffondere la cultura della finanza innovativa e la trattazione delle criticità in modo organico e costruttivo tra i vari operatori, mediante tavoli di concertazione, è l'unica soluzione affinché i dati non incoraggianti dello Small Business Act possano evidenziare nel futuro segnali più confortanti.

31 ottobre 2015