

Position paper

L'INDUSTRIA DEL RISPARMIO GESTITO E IL FINANZIAMENTO DELLE PMI

Giugno 2013



L'industria del Risparmio Gestito e il finanziamento delle PMI

Giugno 2013

Sintesi

- 1] Premessa: il finanziamento delle imprese e la struttura del sistema finanziario italiano
- 2] Il progetto PiùBorsa
 - 2.1] Introduzione
 - 2.2] Contenuto del Memorandum d'Intesa
 - 2.3] Attuazione degli impegni sottoscritti dall'Associazione
- 3] I 'nuovi' strumenti di debito per le imprese: i mini bond del Decreto Sviluppo
 - 3.1] L'eliminazione dei limiti quantitativi all'emissione
 - 3.2] Il regime fiscale
 - 3.3] Il nuovo segmento ExtraMOT PRO.
- 4] La destinazione del patrimonio dei prodotti di Risparmio Gestito al finanziamento delle PMI
 - 4.1] Premessa
 - 4.2] Vincoli regolamentari alla detenzione di strumenti finanziari illiquidi
 - 4.3] Stima del patrimonio allocabile



Sintesi

L'attuale assetto del sistema finanziario italiano, fortemente dipendente dalle banche, privo di mercati obbligazionari e azionari sviluppati, di fatto incapace di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito è particolarmente penalizzante nell'attuale congiuntura. In particolar modo per le imprese più piccole, in quanto rende difficile far fronte alla restrizione creditizia sostituendo i prestiti bancari con altri mezzi di finanziamento.

In questo contesto nel corso dell'ultimo anno e mezzo si sono moltiplicate le iniziative e gli interventi finalizzati a favorire l'accesso delle imprese, in particolare delle PMI, ai mercati del capitale di rischio e/o di debito e per questa via ridare slancio alla nostra economia.

Il progetto PiùBorsa

Nel mese di marzo Consob e Assogestioni, insieme ad altre associazioni ed operatori dei mercati finanziari, hanno sottoscritto un *memorandum* d'intesa per l'attuazione di un programma di interventi volto a favorire l'accesso delle medie imprese nazionali al mercato del capitale di rischio, tramite l'ammissione delle relative azioni alla quotazione e l'intervento di fondi dedicati.

Le iniziative previste nel *memorandum* afferiscono a quattro fondamentali ambiti di azione: a) attività di *education* e *scouting* delle società potenzialmente quotabili; b) promozione dei servizi di consulenza e assistenza nel processo di *listing*; c) strutturazione di un mercato per le PMI e dei servizi ad esso connessi e d) sviluppo di prodotti di *asset management* dedicati alle PMI.

Con riferimento a quest'ultimo ambito, Assogestioni, insieme a Borsa Italiana, coordina il gruppo di lavoro per lo sviluppo di un Fondo di fondi finalizzato all'agevolazione dell'attività di raccolta delle risorse presso gli investitori istituzionali e alla sua canalizzazione verso veicoli specializzati in investimenti in PMI italiane.

L'Associazione si è inoltre impegnata a promuovere presso le società associate l'investimento in questa *asset class* attraverso la destinazione di parte del patrimonio dei fondi già in essere e/o attraverso l'istituzione di fondi specializzati, eventualmente riservati ad investitori istituzionali.

I 'nuovi' strumenti di debito per le imprese: i mini bond del Decreto Sviluppo

I decreti legge recanti misure per stimolare la "crescita del Paese" emanati dal Governo Monti nel corso del 2012 hanno modificato sensibilmente il regime civilistico e fiscale delle obbligazioni e delle cambiali finanziarie, favorendo la loro emissione da parte delle imprese domestiche di piccole e medie dimensioni e di conseguenza ampliandone la gamma di strumenti cartolari di raccolta di capitale di debito.

In particolare con riferimento alle *obbligazioni destinate alla quotazione* l'articolo 32 della legge n. 134/2012 ha eliminato i limiti legali che impedivano alle società *non quotate* di emettere titoli di



debito per un ammontare superiore al doppio del patrimonio netto, novellando di conseguenza l'articolo 2412 del codice civile.

La stessa legge ha inoltre modificato il regime di tassazione degli interessi ed altri proventi delle obbligazioni emesse da *società non quotate* stabilendo che si applica la disciplina prevista nel decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239 per le obbligazioni emesse dai c.d. "grandi emittenti" (banche e società quotate) *a condizione che le obbligazioni siano negoziate* in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

L'applicazione della richiamata disciplina, che prevede l'applicazione di un'imposta sostitutiva del 20 per cento sugli interessi e altri proventi delle obbligazioni, determina due ordini di vantaggi: a) consente di applicare il regime di esenzione agli investitori stranieri residenti in paesi *white list* e b) consente agli investitori italiani che siano OICR, forme pensionistiche complementari e gestioni individuali di portafoglio con opzione per l'applicazione del regime del risparmio gestito, di percepire gli interessi e altri proventi al lordo dell'imposta sostitutiva.

In particolare, con riferimento agli OICR, viene eliminata la doppia tassazione che fino ad oggi si veniva a determinare qualora detti organismi investissero nelle obbligazioni in questione (una prima volta in capo all'OICR al momento della percezione degli interessi e altri proventi e una seconda volta in capo all'investitore al momento della percezione dei proventi derivanti dalla partecipazione all'OICR).

Da febbraio Borsa Italiana ha creato all'interno del mercato ExtraMOT un segmento professionale denominato ExtraMOT PRO per la negoziazione di strumenti finanziari di debito, riservato esclusivamente a investitori professionali. Il nuovo segmento è nato per offrire alle PMI italiane un mercato nazionale che consenta di cogliere, tra l'altro, le opportunità e i benefici fiscali appena descritti.

La destinazione del patrimonio dei prodotti di Risparmio Gestito al finanziamento delle PMI

La stima del patrimonio dei fondi e dei mandati che l'industria del Risparmio Gestito può potenzialmente indirizzare al finanziamento delle PMI italiane è stata effettuata integrando i limiti regolamentari alla detenzione di strumenti illiquidi delle diverse tipologie di prodotto con ipotesi circa gli effetti delle politiche di investimento sulla propensione ad investire nelle azioni/obbligazioni emesse dalle imprese in questione.

Nel complesso si stima che dei 1.100 miliardi di euro gestiti dall'industria (dato netto dell'investimento in fondi), una cifra compresa tra i 5,5 e gli 11,5 miliardi potrebbe essere destinata al finanziamento delle PMI (incidenza media compresa tra lo 0,5% e l'1%).

A tale risultato contribuiscono in maniera determinante i fondi aperti. A disciplina vigente e tenuto conto delle rispettive politiche di investimento, questi potrebbero infatti canalizzare risorse per un ammontare compreso tra i 3,2 e i 6,4 miliardi. A questi importi andrebbero inoltre aggiunti quelli



mobilitabili nell'ambito dei mandati di gestione dei patrimoni previdenziali (tra 1 e 2,7 miliardi) e assicurativi (350-690 milioni circa).

Alla luce dell'importanza del contributo stimato dei fondi aperti si ritiene che il vigente limite del 10% delle attività destinabili a titoli illiquidi – limite di derivazione comunitaria – non appare incidere in maniera particolarmente penalizzante sull'ammontare delle risorse che i prodotti di gestione collettiva potrebbero mobilitare a favore delle PMI.

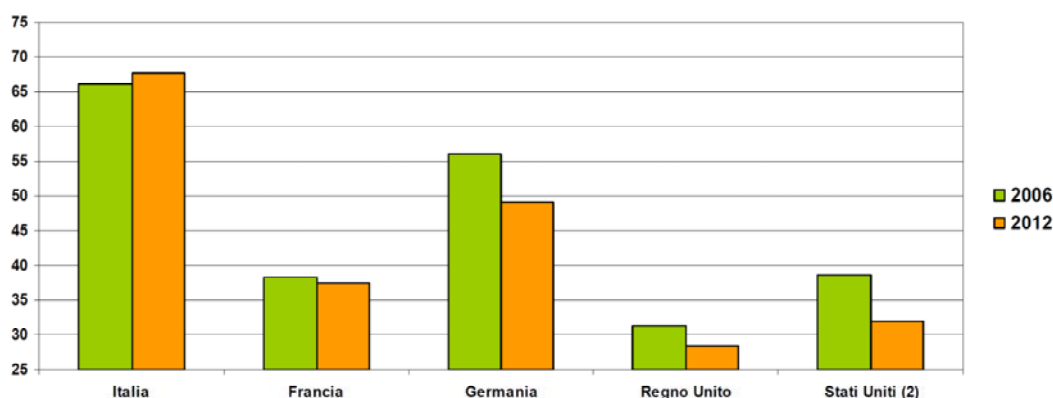
Per contro, nell'ambito dei mandati relativi alle gestioni separate (ramo I del settore assicurativo) risulta determinante l'ipotesi interpretativa dei vincoli regolamentari utilizzata per le stime, in base alla quale sarebbe da escludere del tutto la possibilità di investire nei titoli delle specie considerate. La criticità di tale circostanza è evidente considerando le masse particolarmente ingenti sulle quali si potrebbe fare ulteriormente leva a beneficio delle PMI italiane (più di 370 miliardi gestite dalle società di gestione).



1] Premessa: il finanziamento delle imprese e la struttura del sistema finanziario italiano

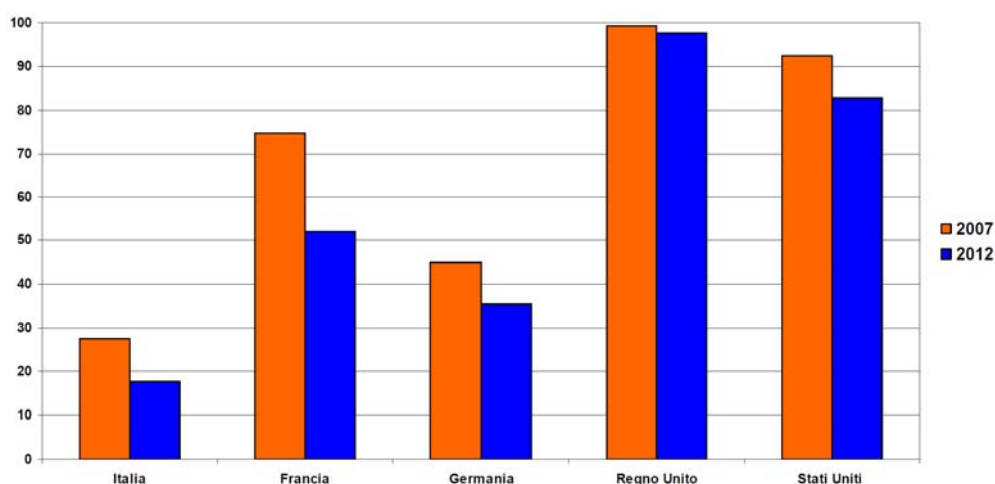
Come noto le banche rivestono un ruolo preminente nel finanziamento delle imprese del nostro Paese: il credito bancario rappresenta infatti ben due terzi dei debiti finanziari complessivi delle aziende, valore superiore a quello che si riscontra in Germania (50%), in Francia (38% circa) e soprattutto nei paesi anglosassoni dove si attesta intorno al 30% (**Figura 1**).

Figura 1: Rapporto tra debiti bancari e debiti finanziari delle società non finanziarie. Valori percentuali. Fonte: Banca d'Italia.



La presenza in borsa (*equity*) è circoscritta a poche grandi imprese: nel 2012 in Italia erano quotate solo 230 aziende (finanziarie escluse) contro le circa 700 di Francia e Germania. L'impresa mediana capitalizzava circa 90 milioni, il doppio rispetto a Francia e Germania. Il valore di mercato complessivo delle società non finanziarie quotate è inferiore al 20% del PIL, a fronte del 50% e del 35%, rispettivamente, in Francia e in Germania (**Figura 2**).

Figura 2: Capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie in percentuale del PIL. Fonte: Banca d'Italia.

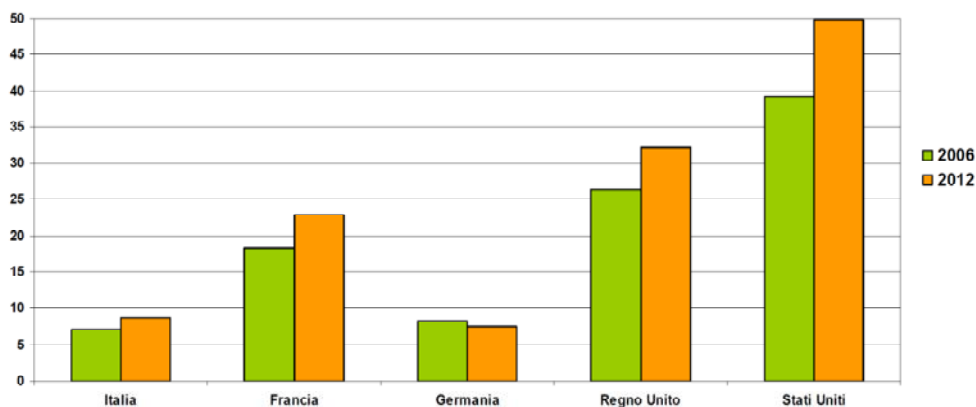


Anche sul fronte del debito il ricorso al mercato è particolarmente limitato: nell'ambito delle aziende non finanziarie l'incidenza dei prestiti obbligazionari sul totale dei debiti finanziari non raggiunge l'8% (**Figura 3**). Solo poche aziende italiane emettono obbligazioni sul mercato dei



capitali (in media 10 all'anno nell'ultimo decennio) e anche in questo caso, nel confronto internazionale si registra un ritardo significativo. Considerazioni analoghe valgono per altri strumenti di ricorso (diretto o indiretto) al mercato, quali le cartolarizzazioni di attività di bilancio.

Figura 3: Rapporto tra obbligazioni e debiti finanziari delle società non finanziarie. Valori percentuali. Fonte: Banca d'Italia.



Un tale assetto finanziario, dipendente dalle banche, privo di mercati obbligazionari e azionari sviluppati, di fatto incapace di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito è particolarmente penalizzante nell'attuale congiuntura. Per le imprese, soprattutto le più piccole, in quanto impedisce di far fronte alla restrizione creditizia sostituendo i prestiti bancari con altri mezzi di finanziamento. Per le banche, in quanto pone sulle loro spalle oneri e rischi assai elevati; inoltre, le tensioni nella disponibilità di finanziamenti acuiscano le difficoltà delle imprese, finendo per ripercuotersi sugli stessi bilanci bancari attraverso l'aumento del rischio di credito e delle insolvenze.

In questo contesto nel corso dell'ultimo anno e mezzo si sono moltiplicate le iniziative e gli interventi finalizzati a favorire l'accesso delle imprese, in particolare delle PMI, ai mercati del capitale di rischio e/o di debito e per questa via ridare slancio all'economia italiana.

A tale proposito qui di seguito si dà conto dell'iniziativa promossa dalla Consob denominata PiùBorsa (Sezione 2) e dell'introduzione nel nostro ordinamento dei cosiddetti mini bond ad opera del Decreto Sviluppo licenziato dal Governo Monti (Sezione 3).

A seguire si discutono i vincoli regolamentari e si forniscono alcune stime quantitative in relazione al ruolo che, attraverso la canalizzazione del patrimonio dei propri prodotti, l'industria del Risparmio Gestito può svolgere, a supporto delle PMI italiane (Sezione 4).



2] Il progetto PiùBorsa

2.1] Introduzione

Il 25 marzo 2013 Consob, Assogestioni, Abi e altre associazioni ed operatori dei mercati finanziari hanno sottoscritto un **memorandum d'intesa** *'per l'attuazione di un programma di interventi volto a favorire l'accesso delle medie imprese nazionali al mercato del capitale di rischio, tramite l'ammissione delle relative azioni alla quotazione e l'intervento di fondi dedicati'*¹.

L'iniziativa è nata dalla constatazione del sottodimensionamento della Borsa italiana, che la crisi finanziaria degli ultimi anni ha reso ancora più grave. In particolare con riferimento alle PMI italiane, storicamente avverse al mercato del capitali. Queste, pur costituendo la parte preponderante del tessuto produttivo del nostro Paese, continuano a rappresentare una percentuale estremamente ridotta (appena il 15% circa) delle società quotate, risultando fortemente sottorappresentate in Borsa rispetto al loro ruolo nell'economia.

L'attività di ricerca a monte del *memorandum* ha evidenziato come il sottodimensionamento sia riconducibile all'esistenza di diversi fattori frenanti sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta di *equity investment*. Tra i primi, in particolare, è stato rilevato come l'assenza di un'adeguata domanda da parte di investitori istituzionali possa tradursi in un forte disincentivo alla quotazione a causa sia di un inefficiente funzionamento dei meccanismi di *pricing* in fase di IPO sia del limitato supporto alla liquidità dei titoli nella successiva fase di negoziazione.

2.2] Contenuto del Memorandum d'Intesa

Attività di education e scouting

Gli operatori del sistema finanziario, ed in particolar modo Borsa Italiana, sono da tempo attivi nello *scouting* di società quotabili e nella promozione della cultura dell'*equity* presso le PMI italiane. Per dare ulteriore impulso all'attività, il *memorandum* prevede, tra le altre misure, l'impegno della Consob a partecipare all'attività formativa del progetto *Elite* di Borsa Italiana e alla definizione di linee guida per agevolare la redazione dei prospetti e, in coordinamento con Borsa Italiana, di una guida contenente l'elenco degli adempimenti *post-IPO*;

Confindustria si impegna inoltre ad organizzare incontri tra i partecipanti al progetto PiùBorsa e selezionate platee di società quotabili. Abi, Assosim, Aifi, Assirevi, Confindustria e Borsa Italiana definiranno *partnership* finalizzate all'attività di *scouting* delle PMI che abbiano i requisiti per accedere al programma.

Servizi di consulenza e assistenza nel processo di listing

Al fine di ridurre il grado di incertezza - spesso lamentato dalle imprese interessate alla quotazione - in merito agli oneri diretti e indiretti dell'ammissione a quotazione, il *memorandum d'intesa* promuove iniziative a cura di Abi, Assosim, e Assirevi con l'obiettivo di assicurare una più agevole

¹ Oltre a quelli già ricordati, hanno sottoscritto il *memorandum* anche Aifi, Assirevi, Assosim, Borsa Italiana, Confindustria, Fondo Italiano di Investimento e Fondo Strategico Italiano.



individuazione degli operatori che offrono servizi di consulenza associati a nuove quotazioni (studi di fattibilità della quotazione, *due diligence*, servizi di *sponsorship*, assistenza da parte di *global coordinator*, *lead manager*, *underwriter* e *bookrunner*, predisposizione dei documenti finalizzati alla quotazione ecc.) e una maggiore trasparenza dei relativi costi.

Strutturazione di un mercato per le PMI e servizi connessi alla permanenza nelle negoziazioni

Il disincentivo alla quotazione rappresentato dai costi rileva sia con riferimento al momento dell'ammissione a quotazione sia con riguardo alla fase di permanenza sul listino.

Con riferimento alla fase successiva alla quotazione il *memorandum d'intesa* promuove, tra l'altro:

- l'avvio da parte di Borsa Italiana di un programma volto alla realizzazione di un'area di mercato dedicata alle PMI neo-quotate che abbiano conseguito il certificato *Elite*;
- la definizione da parte di Borsa Italiana e Consob di tariffe e contributi agevolati per gli emittenti aderenti al programma;
- la promozione da parte di Abi, Assosim e Assirevi di offerte di servizi connessi alla permanenza alle negoziazioni (tra cui l'organizzazione di *roadshow*, la produzione di analisi finanziarie sugli emittenti, l'assistenza per l'attività di *liquidity-providing* ecc.);
- l'individuazione da parte di Consob e Borsa Italiana, di un responsabile di riferimento (*contact point*) per richieste di informazioni in merito agli adempimenti di rispettiva competenza a beneficio degli emittenti aderenti al programma;
- nuove iniziative, a cura di Abi, Assosim e Borsa Italiana volte alla promozione dell'attività di *equity research* sulle PMI.

Sviluppo dell'asset management dedicato alle PMI

L'*Advisory Board* per le PMI di Borsa Italiana ha sviluppato un progetto di Fondo di fondi finalizzato alla raccolta di risorse di investitori istituzionali (fondazioni, assicurazioni, investitori previdenziali, iniziative governative e regionali) e al successivo investimento in fondi/veicoli dedicati alle *small caps*.

In questo ambito, al fine di convogliare le necessarie risorse allo sviluppo e al sostegno delle PMI, il *memorandum d'intesa* promuove, anche attraverso l'intervento di Assogestioni:

- il supporto allo sviluppo del Fondo di fondi in coordinamento con l'*Advisory Board* di Borsa Italiana, che si impegna a proporre le caratteristiche di *asset allocation* che i fondi/veicoli devono rispettare per beneficiare dell'intervento del Fondo di fondi;
- l'investimento da parte degli esistenti fondi comuni, aperti e chiusi, in PMI quotande o quotate aventi le caratteristiche indicate dal *memorandum d'intesa*;
- la costituzione di nuovi fondi comuni d'investimento destinati ad investimenti nelle PMI aderenti al progetto PiùBorsa, strutturati secondo modalità che non espongano al rischio di riscatto a breve termine.

Pubblicità e sviluppi successivi

Per rendere agevole l'accesso alle iniziative del progetto PiùBorsa, è prevista l'istituzione di una finestra Web, contenente ogni utile informazione sui contenuti del programma, tramite la realizzazione di una sezione dedicata sul sito internet di Borsa Italiana.

Per monitorare l'evoluzione delle attività ed eventualmente rimodularne il contenuto, le successive fasi del progetto "PiùBorsa" prevedono che il gruppo di lavoro si incontri su base



periodica, rendendo pubblici, a seguire, dati di sintesi in merito allo stato di attuazione dei diversi interventi progettati.

2.3] Attuazione degli impegni sottoscritti dall'Associazione

Il Fondo di fondi - Estratto dall'art. 3 del memorandum d'intesa

26. Borsa Italiana, ABI, AIFI, ASSOGESTIONI, ASSOSIM, Confindustria, Fondo Italiano d'Investimento, Fondo Strategico Italiano, promuovono direttamente ovvero indirettamente, tramite i propri associati, la partecipazione al Fondo di Fondi da parte di:
- a) *come target primario*:
- fondazioni;
 - assicurazioni;
 - investitori previdenziali;
 - banche del territorio;
- b) *come target secondario*:
- investitori istituzionali esteri già interessati al mercato azionario italiano;
 - soggetti governativi;
 - soggetti regionali.
27. L'*Advisory Board* di Borsa Italiana proporrà le caratteristiche di *asset allocation* che i fondi/veicoli, prevalentemente di tipo aperto, devono rispettare per beneficiare dell'intervento del Fondo di Fondi. A tale riguardo, le caratteristiche di *asset allocation* faranno riferimento:
- a) ai requisiti delle società in cui investire che dovrebbero riguardare sia la dimensione sia l'ammissione alle negoziazioni; in particolare sono ricomprese le società quotande o quotate indicate all'art. 2, comma 1, lett. b)²;
- b) agli altri requisiti dei veicoli dedicati, secondo quanto stabilito dal comma 28.

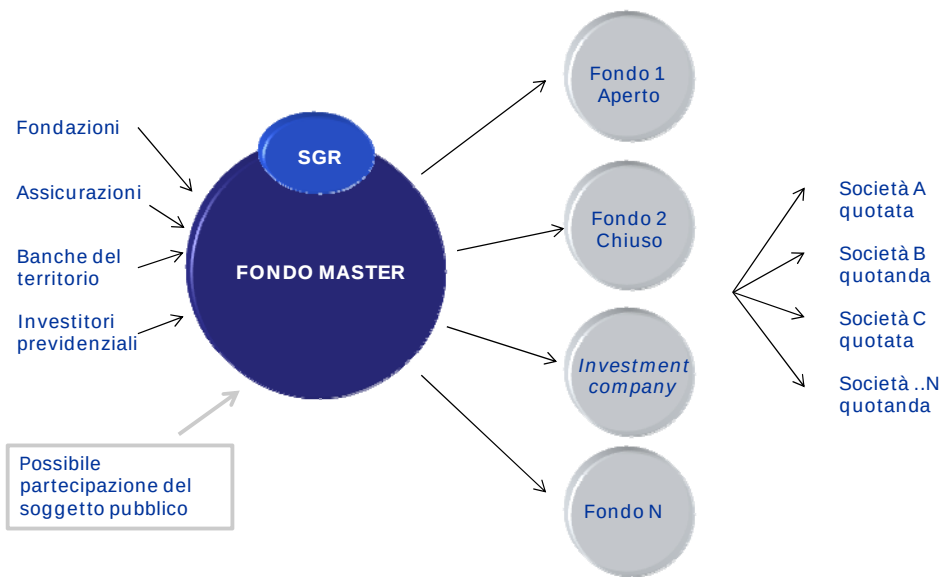
Il Fondo di fondi – Aggiornamento sul processo di attuazione dell'impegno

- Il gruppo di lavoro sul progetto Fondo di fondi è coordinato da Borsa Italiana e da Assogestioni. Il progetto, originariamente proposto da Borsa Italiana, prevede la costituzione di un Fondo di fondi (c.d. *master*) che investa in veicoli d'investimento specializzati in società italiane quotate e quotande di piccola capitalizzazione secondo lo schema rappresentato nella **Figura 4**.

² (imprese beneficiarie) 'le società quotande o quotate la cui capitalizzazione, prevista o effettiva, sia inferiore ai 500 milioni di euro; per le società quotande è richiesta l'intenzione di realizzare un'offerta sul mercato primario sulla base di un'equa proporzione tra Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) e Offerta Pubblica di Vendita (OPV), che preveda la forma di OPS almeno pari al 30% del totale collocato'.



Figura 4: Schema sintetico del funzionamento del Fondo di fondi. Fonte: Borsa Italiana.



- I motivi alla base di un'iniziativa di sistema attraverso la costituzione di un fondo di fondi sono da individuare:
 - o nell'agevolazione dell'attività di raccolta delle risorse presso gli investitori istituzionali (ottimizzazione dello sforzo di *fund raising*);
 - o nella produzione di benefici a favore degli investitori derivanti: a) dall'esternalizzazione dell'attività di selezione degli investimenti, in termini di riduzione dei costi e di immediato accesso a competenze specializzate e b) dalla maggiore e meno costosa diversificazione raggiungibile con un investimento fatto in *pool*;
 - o nell'opportunità di rilanciare e irrobustire un'industria di *gestori specializzati in PMI domestiche*. La formula del fondo di fondi facilita infatti il raggiungimento da parte di più soggetti di una massa critica di *asset* in gestione che ne rende economicamente sostenibile l'attività;
 - o infine nel fatto che apre la possibilità ad un coinvolgimento di soggetti istituzionali.
- Oggetto di investimento: fondi chiusi e aperti, società di partecipazione e altri veicoli specializzati in investimenti in società italiane quotate e quotande di piccola capitalizzazione (indicativamente compresa tra i 30 e i 300 milioni di euro), sia in sede di IPO che per sostenerne la liquidità e gli aumenti di capitale sul mercato secondario. Le società di capitalizzazione inferiore ai 300 milioni rappresentano il 65% circa delle società quotate e il 90% del potenziale di imprese quotabili (stima Borsa Italiana).
- Dotazione patrimoniale: a regime il fondo *master* dovrebbe avere una dimensione auspicabile di 2 miliardi di euro, da richiamare in modo graduale nel tempo. Sulla base di stime effettuate da Borsa Italiana questo ammontare potrebbe coprire il 20% circa del flottante complessivo delle società quotate e quotabili con capitalizzazione inferiore ai 300 milioni.
- Forma giuridica. La scelta della forma giuridica del fondo *master* dovrà tenere conto delle caratteristiche e dei bisogni dei potenziali investitori che, essendo qualificati, rendono possibile l'utilizzo della forma flessibile di un fondo *riservato* chiuso o, in alternativa,



aperto. Nella scelta della forma giuridica del fondo *master* l'esperienza del Fondo Italiano di Investimento (fondo chiuso riservato) costituisce un efficace *case study* in tema di tempi e modalità di costituzione della SGR.

- Soggetti target per il funding:
 - o *Target* principale: investitori istituzionali italiani aventi un orizzonte temporale di medio termine, quali fondi pensione, casse ed enti di previdenza, assicurazioni, fondazioni, banche del territorio.
 - o A tale proposito il gruppo di lavoro sta provvedendo a coinvolgere progressivamente gli *asset owner* a partire dalle compagnie di assicurazione (attraverso Ania) e dalle diverse forme previdenziali.
 - o *Target* secondario: investitori istituzionali esteri già interessati al mercato azionario italiano;
 - o *Funding* presso soggetti governativi: al fine di valorizzare questa iniziativa e darle un nucleo di risorse intorno alle quali aggregare altri investitori, potrebbe essere utile un investimento nel fondo *master* anche da parte di soggetti governativi (quali la CDP) o soggetti territoriali (cfr. anche la recente esperienza francese di investimento da parte della Caisse des Dépôts in *small caps* transalpina).
- Orizzonte temporale: l'impegno richiesto agli investitori deve essere di medio-lungo termine, quantificabile in almeno 5 anni (*lock in*).
- Gestori delle risorse
 - o Forma giuridica: è opportuno non sia posta alcuna limitazione alla tipologia di veicoli che gestiranno le risorse (fondi comuni aperti, chiusi, *investment companies*, etc.) mentre si dovrebbe escludere l'investimento diretto da parte del fondo *master*.
 - o Caratteristiche richieste ai gestori: per potersi candidare come beneficiari di risorse viene richiesta l'individuazione di un team di gestori dedicato all'investimento in *small caps* e dotati di comprovata professionalità.
 - o Sarà visto con favore l'impegno da parte dei gestori di far crescere il mercato anche attraverso *funding* presso soggetti terzi rispetto al fondo *master*.
 - o Per potersi candidare come beneficiari delle risorse e godere della clausola di *lock in* che consentirà di garantire la stabilità della provvista, i gestori dovranno inoltre attenersi alle indicazioni del fondo *master* in termini di investimento in azioni in fase di quotazione e in azioni già scambiate sul mercato secondario.
- Ulteriori proposte per agevolare lo sviluppo di veicoli specializzati in *small caps* italiane:
 - o Creazione di un indice di riferimento (*benchmark*). Borsa Italiana ha attivato FTSE affinché nella sua gamma di indici a copertura del mercato italiano ne lanci uno nuovo rappresentativo delle società italiane quotate aventi una capitalizzazione massima di 300 milioni di euro.
 - o Andrebbe valutato con le autorità competenti un iter autorizzativo agevolato per la creazione di veicoli specializzati nell'*asset class small caps* Italia, così da consentirne una più rapida nascita e commercializzazione.
 - o Creazione di un *product label*, quale ad esempio 'Crescita Italia', che identifichi i veicoli specializzati in *small caps* Italia partecipati dal fondo *master* e aventi le caratteristiche sopra descritte e che sia utilizzabile anche ai fini di *fund raising* presso soggetti terzi.



- o *Enhancement* del modello di *Corporate Governance*: creazione di una figura di amministratore indipendente/di minoranza che partecipa alla *governance* delle società *target* in rappresentanza dei gestori *small caps* Italia e di nomina del fondo *master*.

I fondi dedicati alle PMI - Estratto dall'art. 3 del memorandum d'intesa

28. Assogestioni, anche tramite il coinvolgimento dei propri associati, promuove:
- a) l'investimento da parte dei fondi comuni aperti esistenti in società quotande o quotate aventi le caratteristiche dimensionali indicate all'articolo 2, comma 1, lett. b)³, nel rispetto del relativo regolamento di gestione;
 - b) la costituzione di fondi comuni di investimento, anche riservati ad investitori qualificati, rivolti ad effettuare investimenti prevalenti in società quotande o quotate, sia sul mercato regolamentato sia sugli MTF, aventi le caratteristiche dimensionali indicate all'articolo 2, comma 1, lett. b), e caratterizzati da:
 - i. un obiettivo di raccolta di almeno 50 milioni di euro;
 - ii. politiche di gestione che prevedano almeno:
 - un limite minimo di strumenti finanziari di imprese a ridotta capitalizzazione che il fondo deve inserire in portafoglio, stabilendo, al fine di sostenere la prima fase di vita dei fondi stessi, un periodo iniziale di esonero di 12 mesi di detto limite minimo;
 - un limite massimo alla concentrazione dell'attivo del fondo in strumenti finanziari emessi da una singola impresa non eccessivamente elevato ma comunque superiore al 5% previsto per i fondi armonizzati, tenuto conto della regolamentazione di settore;
 - un obbligo di investire una quota dell'attivo del fondo (30%) in strumenti finanziari di nuova emissione, al fine di sostenere i programmi di crescita delle PMI;
 - il rispetto delle condizioni richieste per l'intervento del Fondo di Fondi;
 - iii. struttura di *pricing* costruita secondo modelli adatti ad incentivare l'investimento a medio/lungo termine;
 - c) nel caso in cui i fondi indicati alla lettera precedente siano riservati a investitori qualificati, gli stessi fondi prevedono l'apertura agli investitori *retail* decorso un periodo, indicativamente, di almeno 3 anni dalla data di istituzione da attuarsi attraverso le opportune modifiche del regolamento di gestione (che dovranno includere, ad esempio, l'adeguamento agli eventuali più restrittivi limiti di investimento previsti dalla disciplina dei fondi offerti al pubblico).

I fondi dedicati alle PMI - Aggiornamento sul processo di attuazione dell'impegno

L'attuazione dell'impegno è strettamente connessa alle iniziative che le Associate vorranno intraprendere. In particolare queste sono invitate a valutare:

- (comma 28, lett. a) l'investimento di parte del patrimonio dei propri fondi *aperti* nel *capitale di rischio* delle società identificate nel memorandum (società italiane quotande o già quotate con capitalizzazione, prevista o effettiva, *inferiore ai 500 milioni di euro*);

³ Vedi nota precedente.



- (comma 28, lett. b) l'istituzione di fondi, eventualmente anche riservati, rivolti ad effettuare investimenti prevalenti nel *capitale di rischio* di tali società.
-
- Sotto il profilo giuridico la formulazione del *memorandum* d'intesa lascia alle società di gestione la più ampia flessibilità di scelta in ordine alla tipologia del veicolo con il quale dare attuazione all'impegno (fondo aperto armonizzato, non armonizzato, chiuso, riservato o meno, etc...).
 - Va da sé che dalla specifica tipologia prescelta deriveranno *vincoli più o meno stringenti* all'ammontare di risorse che potranno essere dedicate al finanziamento delle aziende medio-piccole. Sul punto si rimanda alla Sezione 4.2 più sotto.
 - Per consentire l'adeguato monitoraggio del grado di attuazione dell'impegno l'Ufficio Studi potrà provvedere alle opportune rilevazioni statistiche presso le Associate.



3] I 'nuovi' strumenti di debito per le imprese: i mini bond del Decreto Sviluppo

I decreti legge recanti misure per stimolare la “crescita del Paese” – il D.L. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. “Decreto Crescita”, convertito con modificazioni nella legge 7 agosto 2012, n. 134) ed il D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, (c. d. “Decreto Crescita bis” convertito con modificazioni nella L. 17 dicembre 2012, n. 221) – hanno modificato sensibilmente il regime civilistico e fiscale delle obbligazioni e delle cambiali finanziarie, favorendo la loro emissione da parte delle imprese domestiche di piccole e medie dimensioni e di conseguenza ampliandone la gamma di strumenti cartolari di raccolta di capitale di debito. La legge n. 134/2012 ha previsto anche una fattispecie di obbligazioni “ibride”, le cosiddette obbligazioni subordinate partecipative, che consistono in titoli di debito con clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione.

L'analisi che segue si concentra sulle novità introdotte in tema di *obbligazioni destinate alla quotazione emesse da società non quotate*.

3.1] L'eliminazione dei limiti quantitativi all'emissione

Con riferimento alle obbligazioni destinate alla quotazione, l'articolo 32 della legge n. 134/2012: (i) elimina i limiti legali che impedivano alle società non quotate di emettere obbligazioni per un ammontare superiore al doppio del patrimonio netto; (ii) elimina gli aggravii d'imposta, giustificati non solo da esigenze di gettito ma soprattutto da timori di elusione o arbitraggi fiscali, previsti sia per gli investitori che per gli emittenti “non quotati” di obbligazioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

Il comma 25 dell'articolo 32 della legge n. 134/2012 modifica il quinto comma dell'articolo 2412 del codice civile (Limiti all'emissione). Come noto, l'articolo 2412 definisce al primo comma i cosiddetti “limiti quantitativi” all'emissione di obbligazioni, prevedendo che le società possano emettere obbligazioni per somme complessivamente non eccedenti il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tuttavia, il secondo comma dell'articolo 2412 autorizza il superamento di tali limiti nel caso in cui “le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali”.

Nella previgente disciplina i limiti sopra richiamati non trovavano applicazione all'emissione di obbligazioni effettuata da “società con azioni quotate” in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati.

Il nuovo comma 5 dell'articolo 2412 prevede ora che “*I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi*



multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni”.

Ne discende che i limiti di cui ai commi 1 e 2 dell’articolo 2412 oltre a non applicarsi a qualsiasi emissione di titoli obbligazionari convertibili, non si applicheranno né alle società con azioni quotate né alle società con azioni non quotate a condizione che le obbligazioni emesse siano “destinate” ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

3.2] Il regime fiscale

Regime di tassazione dei sottoscrittori di obbligazioni negoziate

Il comma 9 dell’articolo 32 della legge n. 134/2012 ha modificato il regime di tassazione degli interessi ed altri proventi delle obbligazioni emesse da società non quotate stabilendo che si applica la disciplina prevista nel decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239 per le obbligazioni emesse dai c.d. “grandi emittenti” (banche e società quotate) a condizione che le obbligazioni siano 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 (SEE) inclusi nella cd. *white list*.

L’applicazione della disciplina fiscale contenuta nel d.lgs. n. 239 del 1996, che prevede l’applicazione di un’imposta sostitutiva del 20 per cento sugli interessi e altri proventi delle obbligazioni, determina due ordini di vantaggi:

- consente di applicare il regime di esenzione agli investitori non residenti nel territorio dello Stato che risiedano in Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni (c.d. *white list*);
- consente agli investitori residenti nel territorio dello Stato che siano OICR, forme pensionistiche complementari di cui al d.lgs. n. 252 del 2005 e gestioni individuali di portafoglio con opzione per l’applicazione del regime del risparmio gestito, di percepire gli interessi e altri proventi al lordo dell’imposta sostitutiva.

In particolare, con riferimento agli OICR, viene eliminata la doppia tassazione che fino ad oggi si veniva a determinare qualora detti organismi investissero nelle obbligazioni in questione (una prima volta in capo all’OICR al momento della percezione degli interessi e altri proventi e una seconda volta in capo all’investitore al momento della percezione dei proventi derivanti dalla partecipazione all’OICR).

Nel caso delle forme pensionistiche complementari viene consentita l’inclusione degli interessi e altri proventi nel risultato maturato della gestione da assoggettare ad imposta sostitutiva dell’11 per cento (in precedenza i proventi in questione erano tassati con ritenuta del 20 per cento ed esclusi dal risultato maturato di gestione).

Infine, nel caso delle gestioni individuali di portafoglio con opzione per l’applicazione del



regime del risparmio gestito, l'inclusione nel risultato maturato della gestione da assoggettare ad imposta sostitutiva del 20 per cento, consente la compensazione con le minusvalenze relative ad altri strumenti finanziari.

Regime fiscale dell'emittente

L'intervento normativo in esame consente di equiparare i soggetti emittenti (quotati e non quotati), in relazione alla possibilità di dedurre gli oneri finanziari generati dall'emissione di finanziamenti cartolarizzati quotati. In particolare, nel presupposto che la quotazione costituisca un elemento di garanzia all'emissione meritevole di tutela, agli interessi passivi relativi ai titoli quotati nei mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione non si applica tout court – ossia senza necessità di effettuare particolari verifiche – la limitazione speciale alla deducibilità degli interessi dettata dall'art. 3 della legge n. 549 del 1995 e si rendono, invece, applicabili direttamente ed esclusivamente i limiti contenuti nell'articolo 96 del TUIR.

3.3] Il nuovo segmento ExtraMOT PRO.

Dall'11 febbraio 2013, Borsa Italiana ha creato all'interno del mercato ExtraMOT un segmento professionale denominato ExtraMOT PRO per la negoziazione di strumenti finanziari di debito, riservato esclusivamente a investitori professionali. Il nuovo segmento è nato per offrire alle PMI italiane un mercato nazionale che consenta di cogliere, tra l'altro, le opportunità e i benefici fiscali descritti più sopra.

L'infrastruttura regolamentare del nuovo segmento offre alle PMI un primo accesso ai mercati dei capitali semplice ed economico. Gli unici requisiti per le società, infatti, sono l'aver pubblicato il bilancio degli ultimi due esercizi, di cui l'ultimo sottoposto a revisione contabile e l'aver messo a disposizione un documento informativo con alcune informazioni essenziali. Non è richiesta la pubblicazione di un prospetto di quotazione ai sensi della Direttiva Prospetti. Successivamente alla quotazione è richiesta la pubblicazione di bilanci annuali revisionati, dei giudizi di *rating* se pubblici, l'informativa relativa a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti, ed eventuali informazioni di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti (es. date di pagamento degli interessi, cedole, piani di ammortamento).

Il segmento ha la medesima struttura del mercato ExtraMOT, ma, come detto, è consentita la negoziazione ai soli investitori professionali. E', inoltre, facoltativa la presenza di un operatore specialista a sostegno della liquidità del titolo.



4] La destinazione del patrimonio dei prodotti di Risparmio Gestito al finanziamento delle PMI

4.1] Premessa

La stima del patrimonio dei fondi e dei mandati che l'industria del Risparmio Gestito può potenzialmente indirizzare al finanziamento delle PMI italiane è un esercizio particolarmente complesso. In particolare esso dipende dall'esatta definizione dell'oggetto di indagine oltre che dalle numerose ipotesi semplificatrici circa gli effetti dei limiti regolamentari e delle politiche di investimento che devono essere necessariamente adottate.

Ai fini della presente analisi per oggetto di investimento si intendono sia le *azioni* emesse dalle imprese italiane identificate nell'ambito del progetto PiùBorsa (le società quotande o quotate la cui capitalizzazione, prevista o effettiva, sia inferiore ai 500 milioni di euro), sia le *obbligazioni* emesse dalle società non quotate ai sensi delle disciplina sui cosiddetti mini bond.

In relazione alla tipologia di emissioni e alle finalità dell'analisi, nel proseguo si ipotizza che questi strumenti finanziari siano *illiquidi*, anche quando quotati⁴.

Questa precisazione è da ricollegare alla regolamentazione dell'attività di investimento dei diversi investitori istituzionali la quale molto spesso prevede limiti massimi alla detenzione di strumenti 'non quotati'. Nel corso dell'analisi questi limiti verranno interpretati in senso restrittivo come riferiti a strumenti illiquidi, *a prescindere* dallo *status* di quotazione. Tale scelta metodologica equivale ad estendere a tutti i prodotti di risparmio gestito i criteri espressamente stabiliti per i fondi comuni (vedi sotto).

4.2] Vincoli regolamentari alla detenzione di strumenti finanziari illiquidi

OICR aperti (armonizzati e non)

La disciplina dei fondi aperti prevede un limite del 10% delle attività all'investimento in strumenti finanziari non quotati; 'quotati' in tale contesto è *da intendersi nell'accezione particolarmente pregnante di 'liquidi'*.

Questo fondamentale limite, di derivazione comunitaria e applicabile anche ai fondi aperti *non armonizzati*, costituisce uno dei cardini della disciplina dei fondi aperti ed è espressamente finalizzato a garantire ai sottoscrittori la possibilità di riscattare le proprie quote in ogni momento, possibilità che costituisce l'essenza stessa del fondo aperto.

Ai sensi del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emanato con il Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 e successivi aggiornamenti 'Non sono considerati strumenti finanziari quotati, gli strumenti finanziari [...] per i quali i volumi di negoziazione poco rilevanti e la ridotta frequenza degli scambi non consentono la formazione di prezzi significativi'.

⁴ Questo è il caso, ad esempio, dei mini bond quotati sul segmento professionale del mercato ExtraMOT di Borsa Italiana.



Un OICR può investire in 'strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2, lett. a) e b) del TUF quotati che rispettino le seguenti condizioni:

- sia disponibile una valutazione affidabile che presuppone l'esistenza di prezzi accurati, affidabili e regolari che siano prezzi di mercato o, in alternativa, prezzi espressi da sistemi di valutazione indipendenti dagli emittenti;
- siano disponibili informazioni appropriate che assicurino comunicazioni regolari, complete e accurate sullo strumento o, laddove rilevante, sul portafoglio di riferimento dello strumento medesimo;
- siano negoziabili.

La SGR valuta il grado di liquidità dei singoli strumenti tenendo conto di fattori rilevanti quali:

- i volumi, la frequenza e l'entità degli scambi;
- l'oggettività dei prezzi e l'effettiva realizzabilità degli stessi sul mercato;
- l'andamento – all'interno di un lasso temporale congruo – dei prezzi di acquisto e di vendita e la comparabilità degli stessi;
- la diffusione dei prezzi attraverso fonti informative affidabili e riscontrabili.

Le SGR possono considerare liquidi gli strumenti finanziari quotati a meno che non siano disponibili informazioni che inducano a una valutazione diversa;

Infine: 'Un OICR può investire in strumenti finanziari [...] non quotati [...] nel limite del 10 per cento del totale delle attività'. Inoltre 'In ogni caso un OICR non può essere investito in titoli di debito di società a responsabilità limitata od obbligazioni di società per azioni emesse ai sensi dell'art. 2412, comma 2, del codice civile'. Si noti che per effetto delle recenti modifiche introdotte nel codice civile dal Decreto Crescita tale divieto risulta ora limitato alle sole obbligazioni riservate agli investitori professionali *non destinate alla quotazione* (cfr. par. 3.1).

OICR di mercato monetario

La disciplina dei fondi di mercato monetario prevede che questi possono investire esclusivamente in strumenti del mercato monetario di elevata qualità e in depositi bancari. La qualità deve essere valutata, tra l'altro, in relazione allo *standing* creditizio dell'emittente e alla liquidità dello strumento. Pertanto ai fini della presente analisi e applicando quanto indicato in premessa, l'investimento da parte dei fondi di mercato monetario nei titoli delle PMI oggetto di analisi viene considerato precluso.

Fondi chiusi

I fondi chiusi possono investire in strumenti finanziari non quotati (illiquidi) senza limiti complessivi. Fanno eccezione i fondi chiusi *immobiliari* per i quali è previsto che l'investimento caratteristico (beni immobili, diritti reali immobiliari, e partecipazioni in società immobiliari, parti di altri fondi immobiliari) non sia inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo (art. 12-bis del DM 228/99).

Fondi speculativi

I fondi speculativi possono investire in strumenti finanziari non quotati (illiquidi) senza limiti complessivi.



Fondi pensione aperti e negoziali

Ai sensi dell'art.4 del Decreto del Ministero del Tesoro 703/96 i fondi pensione aperti e quelli negoziali possono investire in titoli di debito e di capitale *non quotati* (quindi ai fini della presente analisi e secondo quanto indicato in premessa, illiquidi) di emittenti *corporate* OCSE entro il limite complessivo del 20%. Ai titoli di capitale si applica l'ulteriore limite del 10%.

Prodotti assicurativi vita

Ai sensi del regolamento Isvap 36/11 le azioni e obbligazioni non quotate su un mercato regolamentato sono ammesse a copertura delle riserve tecniche (Ramo I) 'solo se realizzabili a breve'. Per realizzabilità a breve si intende la possibilità concreta di negoziare questi strumenti in un mercato non regolamentato *sufficientemente liquido*. Pertanto ai fini della presente analisi e applicando quanto indicato in premessa, l'investimento delle attività poste a copertura di polizze tradizionali (non *linked*) nei titoli delle PMI oggetto di analisi viene considerato precluso.

4.3] Stima del patrimonio allocabile

La **Tavola 1** presenta i dettagli della procedura utilizzata per stimare il patrimonio che l'industria del Risparmio Gestito potrebbe potenzialmente indirizzare al finanziamento delle PMI italiane.

I limiti regolamentari alla detenzione di strumenti finanziari illiquidi di cui alla sezione precedente sono stati integrati con ipotesi circa gli effetti delle politiche di investimento e delle prassi di gestione sulla propensione da parte dei prodotti considerati ad investire nelle azioni/obbligazioni emesse dalle imprese in questione. Queste ipotesi sono state dettagliate a livello di prodotto/categoria e in via precauzionale sono state declinate secondo due differenti scenari (alto/basso).

I pesi così determinati sono stati applicati ai corrispondenti valori patrimoniali registrati nella mappa trimestrale del Risparmio Gestito di più recente pubblicazione (primo trimestre 2013). Per evitare effetti di duplicazione si è fatto riferimento al patrimonio gestito *al netto della quota investita in fondi*.

Nel complesso si stima che dei 1.100 miliardi di euro gestiti dall'industria (dato netto dell'investimento in fondi), una cifra compresa tra i 5,5 e gli 11,5 miliardi potrebbe essere destinata al finanziamento delle PMI (incidenza media compresa tra lo 0,5% e l'1%).



Tavola 1: Industria del Risparmio Gestito. Stima delle risorse potenzialmente destinabili al finanziamento delle PMI italiane. Dati marzo 2013. Fonte: elaborazione su dati Assogestioni.

	Patrimonio gestito (netto inv.to in fondi, €m)	Vincolo regol.re (massimo teorico)	Politica di inv.to		Peso stimato		Patrimonio stimato (€m)	
			scenario		scenario		scenario	
			basso	alto	basso	alto	basso	alto
TOTALE INDUSTRIA RISPARMIO GESTITO	1.101.066				0,5%	1,0%	5.507	11.535
Per memoria: patrimonio gestito (lordo)	1.230.505							
FONDI APERTI	476.470				0,7%	1,3%	3.188	6.357
AZIONARI	101.351				1,1%	2,1%	1.125	2.158
Az. Italia	3.668	10%	50%	75%	5,0%	7,5%	183	275
Az. Area Euro	4.414	10%	25%	50%	2,5%	5,0%	110	221
Az. Europa	18.244	10%	25%	50%	2,5%	5,0%	456	912
Altri	75.025	10%	5%	10%	0,5%	1,0%	375	750
BILANCIATI	17.462	10%	10%	25%	1,0%	2,5%	175	437
OBBLIGAZIONARI	252.742				0,6%	1,2%	1.549	3.019
Obbl. Italia	8.240	10%	50%	75%	5,0%	7,5%	412	618
Obbl. Euro Gov.	62.795	10%	0%	0%	0,0%	0,0%	0	0
Obbl. Euro Corp.Inv.Grade	22.831	10%	10%	25%	1,0%	2,5%	228	571
Obbl. Euro High Yield	4.217	10%	25%	50%	2,5%	5,0%	105	211
Obbl. Dollaro	5.124	10%	0%	0%	0,0%	0,0%	0	0
Obbl. Int.li Gov.	6.339	10%	0%	0%	0,0%	0,0%	0	0
Obbl. Int.li Corp.Inv.Grade	2.431	10%	10%	25%	1,0%	2,5%	24	61
Obbl. Int.li High Yield	8.381	10%	25%	50%	2,5%	5,0%	210	419
Obbl. Yen	403	10%	0%	0%	0,0%	0,0%	0	0
Obbl. Paesi Emergenti	18.004	10%	0%	0%	0,0%	0,0%	0	0
Obbl. Altre Specializzazioni	38.054	10%	5%	10%	0,5%	1,0%	190	381
Obbl. Misti	17.364	10%	5%	10%	0,5%	1,0%	87	174
Obbl. Flessibili	58.561	10%	5%	10%	0,5%	1,0%	293	586
MONETARI	30.650	0%	0%	0%	0,0%	0,0%	0	0
FLESSIBILI	62.160	10%	5%	10%	0,5%	1,0%	311	622
HEDGE	6.571	100%	0%	1%	0,0%	1,0%	0	66
ALTRI (non classificati)	5.534	10%	5%	10%	0,5%	1,0%	28	55
FONDI CHIUSI (immobiliari)	42.969	33%	1%	2%	0,3%	0,7%	142	284
GESTIONI RETAIL (GPM e GPF) [1]	52.421				0,7%	1,3%	351	699
GESTIONI DI PATR. PREVIDENZIALI	45.831				2,4%	6,0%	1.093	2.732
F.di pensione aperti e negoziali	28.227	20%	10%	25%	2,0%	5,0%	565	1.411
Altre forme di previdenza [2]	17.604				3,0%	7,5%	528	1.320
GESTIONI DI PRODOTTI ASSICURATIVI	425.168				0,1%	0,2%	344	687
Gestioni separate (Ramo I)	373.674	0%			0,0%	0,0%	0	0
Contratti linked [1]	17.944				0,7%	1,3%	120	239
Altri prodotti assicurativi [1]	33.550				0,7%	1,3%	224	448
ALTRE GESTIONI [1]	58.207				0,7%	1,3%	389	777

[1] Applicato il peso medio dei fondi aperti.

[2] Applicato il peso medio dei fondi pensione aperti e negoziali incrementato del 50%.

A tale risultato contribuiscono in maniera determinante i fondi aperti. A disciplina vigente e tenuto conto delle rispettive politiche di investimento, questi potrebbero infatti canalizzare risorse per un ammontare compreso tra i 3,2 e i 6,4 miliardi. A questi importi andrebbero inoltre aggiunti quelli



mobilitabili nell'ambito dei mandati di gestione dei patrimoni previdenziali (tra 1 e 2,7 miliardi) e assicurativi (350-690 milioni circa).

Alla luce dell'importanza del contributo stimato dei fondi aperti si ritiene che il vigente limite del 10% delle attività destinabili a titoli illiquidi – limite, è bene ricordarlo, di derivazione comunitaria – non appare incidere in maniera particolarmente penalizzante sull'ammontare delle risorse che i prodotti di gestione collettiva potrebbero mobilitare a favore delle PMI.

Per contro, nell'ambito dei mandati relativi alle gestioni separate (ramo I del settore assicurativo) risulta determinante l'ipotesi interpretativa dei vincoli regolamentari utilizzata per le stime, in base alla quale sarebbe da escludere del tutto la possibilità di investire nei titoli delle specie considerate. La criticità di tale circostanza è evidente considerando le masse particolarmente ingenti sulle quali si potrebbe fare ulteriormente leva a beneficio delle PMI italiane (più di 370 miliardi gestite dalle società di gestione).