



SENATO DELLA REPUBBLICA
VI COMMISSIONE FINANZE E TESORO

A.S. 674 "Interventi a sostegno della competitività dei capitali"

22 giugno 2023

Audizione del Presidente della Federazione Banche Assicurazioni e Finanza

Dott. Fabio Cerchiai

Illustre Presidente, Onorevoli Senatori,

desidero innanzitutto ringraziarvi, a nome della Federazione Banche Assicurazioni e Finanza (FeBAF), per l'invito a partecipare a questa Audizione che mi consente di esprimere il punto di vista dell'industria finanziaria italiana da noi rappresentata sul Disegno di Legge "Interventi a sostegno della competitività dei capitali".

Apprezziamo il coinvolgimento della Federazione tra i soggetti portatori di interesse insieme a quello di diverse nostre associate e di questo ringrazio la Commissione. Il nostro contributo si affianca ai loro contributi, rafforza – integrandole - le posizioni delle singole rappresentanze, alcune delle quali emerse ai tavoli di lavoro da tempo operativi in FeBAF.

Premessa

Il DDL all'esame prende spunto dalla presentazione avvenuta lo scorso anno del Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita" e dalla successiva consultazione pubblica alla quale la Federazione ha partecipato.

Nel contributo FeBAF a detta consultazione esprimevamo soddisfazione per il lavoro svolto dal Ministero nell'affrontare numerose criticità che frenano lo sviluppo ed esponevamo alcune proposte – tuttora valide - che possono dare un contributo alla crescita, essendo orientate da un lato a facilitare la capitalizzazione delle imprese, in particolare delle PMI, e dall'altro ad ampliare la platea degli investitori istituzionali migliorandone le condizioni di accesso al mercato.

Si tratta di proposte di *policy* coerenti con il Libro Verde e in linea con gli indirizzi dell'Unione Europea sull'Unione dei mercati dei capitali, sulle quali stiamo tuttora lavorando con le nostre associate, in costante confronto con l'interlocutore pubblico.

L'obiettivo di questi gruppi di lavoro è duplice: rafforzare gli strumenti di garanzia a favore delle PMI e favorire la capitalizzazione delle imprese, all'interno di un indirizzo univoco di politica industriale e fiscale che agevoli l'irrobustimento del tessuto imprenditoriale attraverso una più ampia partecipazione al loro capitale da parte degli investitori istituzionali ed un possibile, maggior afflusso di risparmio di medio-lungo termine necessario anche per un più adeguato livello di infrastrutture materiali e sociali.

Tra le misure, consapevoli del fatto che esse avrebbero potuto essere recepite in un insieme di provvedimenti e non solo in un'unica misura come il DDL di cui discutiamo oggi, segnalavamo l'opportunità di una garanzia pubblica parziale sulle eventuali perdite subite dagli investitori privati per investimenti in *quasi-equity* (es. debiti subordinati, ibridi) in imprese di dimensioni medio-piccole e medie strutturalmente sane, le cui condizioni di solvibilità siano state influenzate negativamente dalle note "policrisi". Interessante appare, su questo fronte, l'iniziativa di AFME – l'associazione europea per i mercati finanziari - di introdurre a livello continentale uno schema di strumento di ricapitalizzazione ibrida per le PMI, con l'obiettivo di consentire loro di accedere a finanziamenti di tipo azionario senza rinunciare al controllo. Auspicavamo inoltre l'opportunità di proseguire sullo schema di un Fondo dei fondi domestico che consenta di veicolare il capitale messo a disposizione dallo Stato attraverso gestori ed operatori di mercato, permettendo alle imprese, in particolare PMI non quotate, di accedere a strumenti di finanza alternativa. Un "fondo di fondi" moltiplicherebbe la leva del risparmio, aumenterebbe gli operatori (allineandoci ai livelli di altri Paesi) e creerebbe un mercato secondario, aumentando la liquidità.

Le finalità di irrobustimento del tessuto imprenditoriale italiano nel contesto europeo sono ampiamente riprese nell'ambito del DDL. Sono condivisibili le previsioni contenute nella prima e terza area di intervento, riguardanti rispettivamente le regole del mercato dei capitali e del diritto societario nazionale, e il sistema di applicazione delle regole. Nello specifico, ci paiono rispondere alle nostre considerazioni, la parte relativa alla semplificazione in materia di accesso e regolamentazione del mercato dei capitali, che permette la riduzione dei costi amministrativi e di *compliance*, sia in fase di emissione che di permanenza sui listini di borsa, mentre l'estensione della categoria di PMI agli emittenti con una capitalizzazione di mercato non superiore a un miliardo amplia il bacino delle imprese a cui tali semplificazioni si applicano.

Potrebbe essere opportuno integrare le misure previste dal DDL con ulteriori interventi, come ad esempio un incentivo fiscale alle aggregazioni industriali tra società di piccola e media dimensione anche su mercati internazionali.

Riteniamo essenziale, in definitiva, che gli interventi sui testi normativi che emergeranno dall'auspicata approvazione di questo provvedimento rientrino in un quadro più generale di coerenza con la riforma fiscale in via di definizione, oltre che con gli sviluppi del PNRR, con un'adeguata implementazione dell'Unione dei mercati dei capitali e con la stessa riforma della *governance* europea, in particolare per gli aspetti legati agli investimenti pubblici e privati. Politiche industriali e fiscali sono due facce della stessa medaglia ed è bene che procedano armonicamente e senza contraddizioni.

In questo senso, auspichiamo che alcune richieste contenute nel nostro contributo alla consultazione del 2022 – come quelle relative all'estensione di incentivi fiscali a investitori istituzionali che intervengano nel "*private debt*", al potenziamento degli ELTIF (fondi europei a lungo termine), dei PIR alternativi e delle convenienze fiscali per stimolare la previdenza complementare – possano trovare recepimento in altri interventi normativi, in coerenza con quanto richiamato.

In particolare, riformuliamo l'auspicio – che è anche un esplicito obiettivo dello stesso DDL – di una incentivazione alla canalizzazione del risparmio privato verso le imprese. Il provvedimento all'esame oggi concretizza questo principio soprattutto dal lato degli intermediari, con la semplificazione di talune previsioni. Il che è positivo, ma dovrà essere arricchito più efficacemente, come da noi segnalato nella consultazione stessa, con una valorizzazione del risparmio privato - a cominciare da quello delle famiglie – in termini di incentivi fiscali relativi ad investimenti di medio-lungo termine.

Il Disegno di Legge

L'interesse di questa Federazione per una rapida e coerente approvazione del Disegno di Legge in esame è grande, perché le imprese finanziarie che indirettamente associamo – banche, assicurazioni, fondi, soggetti che a vario titolo operano per un efficiente andamento dei mercati finanziari – sono emittenti, investitori, intermediari di investimenti e destinatari di questi ultimi.

Ci concentreremo ora su alcuni articoli che la nostra *constituency* reputa maggiormente significativi per l'impatto che producono sul funzionamento dei mercati, su una maggior diversificazione delle fonti di finanziamento per le imprese in linea con gli indirizzi dell'Unione dei mercati dei capitali e sulla realizzazione di infrastrutture materiali e sociali necessarie allo sviluppo sostenibile e alla messa in sicurezza del Paese.

art. 1: Tecniche alternative per l'ammissione a negoziazione

La formulazione interviene sull'art. 30 TUF, prevedendo la liberalizzazione dell'offerta fuori sede:

- di qualsiasi strumento finanziario di propria emissione, emesso da qualsiasi emittente italiano o estero, con l'unica limitazione dell'importo di sottoscrizione o acquisto (250 mila euro) e della finalità (sono esclusi i collocamenti finalizzati all'ammissione alle negoziazioni);

- avente ad oggetto la sottoscrizione o l'acquisto di azioni proprie con diritto di voto o di strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere tali azioni da parte di tutti gli emittenti, italiani ed esteri, con strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato o in negoziati in un sistema multilaterale di negoziazione italiano o europeo.

Al fine di garantire un auspicabile equilibrio tra le esigenze di favorire l'ampliamento della raccolta e le necessarie tutele dell'investitore, chiediamo di consentire quale ulteriore deroga alla disciplina dell'offerta fuori sede il solo caso di collocamento: di azioni di propria emissione (o di strumenti finanziari che consentano di acquistarne); svolto da emittenti con azioni già quotate in mercati regolamentati o negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, italiani o europei (ad esclusione di SICAV e SICAF); tramite propri amministratori o proprio personale con funzioni direttive; per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000.

Il testo all'esame sembra consentire, al di là della *ratio* per cui è stato proposto (facilitare la raccolta presso gli investitori di capitale di rischio da parte delle imprese), che strumenti azionari o strumenti che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni vengano offerti e sottoscritti da investitori individuali senza un intermediario che attui alcun presidio a loro tutela, compresi quelli MiFID.

La norma appare determinare effetti, evidentemente involontari, in contrasto con i condivisibili obiettivi di tutela degli investitori.

Inoltre, va considerato che oggi l'attività di auto-collocamento fuori sede dei propri titoli è già consentita agli emittenti nei confronti di investitori professionali, in base all'attuale previsione di cui alla lettera a) del comma 2 dell'art 30 TUF. Gli investitori professionali, infatti, hanno il *know-how per* investire nel capitale di rischio, anche senza i presidi offerti dagli intermediari autorizzati.

Il comprensibile intento di ampliare tale possibilità a favore di investitori che, pur non rientrando in tale categoria, abbiano disponibilità di patrimonio da investire, dovrebbe essere perseguito piuttosto attraverso un ampliamento dei requisiti previsti dalla MiFID per i clienti professionali su richiesta, affinché clienti classificati *retail* ma con conoscenze e disponibilità elevate possano investire in titoli riservati a clienti professionali, tramite il riconoscimento della qualifica di cliente professionale. In questa direzione va la recente proposta della Commissione Europea, nell'ambito della *Retail Investment Strategy* (RIS), di modifica dell'allegato II della MiFID.

L'attuale disciplina lascia dunque spazi per l'attività di auto-collocamento da parte delle imprese e un suo ulteriore ampliamento non sembra giustificare un abbassamento delle tutele degli investitori, soprattutto *retail*.

Laddove si ritenga di perseguire comunque tale obiettivo mantenendo la proposta di ampliare le deroghe alla disciplina dell'offerta fuori sede, appare opportuno circoscrivere l'ipotesi senza rinunciare alle attuali cautele a favore degli investitori *retail*.

Condividendo le posizioni espresse dalle nostre associate, si potrebbe ad esempio prevedere, modificando il testo dell'art. 1, di consentire quale ulteriore deroga alla disciplina dell'offerta fuori sede il solo caso di collocamento:

- di azioni di propria emissione (o di strumenti finanziari che consentano di acquistarne);
- svolto da emittenti con azioni quotate in mercati regolamentati o negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, italiani o europei (ad esclusione di SICAV e SICAF);
- tramite propri amministratori o proprio personale con funzioni direttive;
- per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000.

Auspichiamo inoltre che nell'ambito dei presidi posti a tutela del risparmio, possa essere istituito presso la Consob un osservatorio dedicato all'esame delle operazioni di auto-collocamento da parte degli emittenti. Detta iniziativa sarebbe finalizzata a verificare il pieno rispetto delle procedure e del contesto regolamentare, a partire proprio dalla MiFID2.

art. 10: Modifiche alla disciplina di approvazione del prospetto e della responsabilità del collocatore

Condividiamo la proposta di abolizione del comma 7 dell'art. 94 del TUF, relativo alla presunzione di responsabilità per fatto altrui in capo all'intermediario collocatore chiamato a rispondere per informazioni false od omissioni contenute nel prospetto idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole. Riteniamo infatti che la disposizione rappresenti una norma di "*gold plating*" restrittiva rispetto alle regole comuni e non prevista in altri sistemi giuridici UE, la cui eliminazione potrebbe avere

un impatto positivo sugli attuali trend non soddisfacenti di emissioni e di operazioni di raccolta.

art.12: Svolgimento delle assemblee delle società per azioni quotate

Riteniamo positiva la previsione che anche in via permanente le assemblee si possano svolgere mediante delega al rappresentante designato, senza la presenza fisica dei singoli azionisti.

Tale previsione non compromette a nostro avviso efficacia ed efficienza dei lavori assembleari e, al contempo, consente una riduzione dei relativi costi, significativi in particolare per le PMI. Alla luce dell'esperienza recente, le assemblee tenute tramite rappresentante hanno visto una anche più ampia partecipazione degli azionisti, senza pregiudizio per la loro capacità di porre domande e ottenere risposte, che anzi è avvenuta in modo più chiaro e trasparente con modalità scritte.

Ad integrare l'innovazione, potrebbe poi essere studiata una misura che consenta alle società di stabilire nello statuto che – in qualunque modalità si svolga l'assemblea - l'esercizio del diritto di intervenire nella discussione e formulare proposte di delibera sia attribuito solo ad azionisti detentori di una quota minima di capitale predeterminata.

Art. 13: Disposizioni in materia di voto plurimo

Con riferimento all'inserimento di disposizioni in materia di voto plurimo, applicabili solamente alle nuove quotazioni, che incrementano da tre a dieci i diritti di voto da assegnare a ciascuna azione a voto plurimo, condividiamo le finalità, ma riterremo necessaria ed utile una ponderata riflessione, da sviluppare anche a valle di una comparazione su quanto previsto in merito negli altri Paesi dell'Unione Europea al fine di pervenire a soluzioni che garantiscano un concreto *level playing field*. Allontanarsi dal principio cardine "un'azione, un voto" è infatti tematica delicata che richiede particolare attenzione.

Da un lato, l'utilità di promuovere l'accesso ai mercati quotati regolamentati soprattutto di piccole e medie aziende, di agevolare possibili aggregazioni, di favorire investimenti durevoli nel tempo fondati su una costruttiva visione di medio-lungo termine; dall'altro lato, il rischio di ingessare il controllo delle imprese con partecipazioni non proporzionali al capitale investito, diminuendone la contendibilità e l'attrattività per nuovi potenziali investitori.

Riteniamo quindi suggeribile prevedere che un tale diritto abbia, con una previsione statutaria, una durata predefinita nel tempo (“*sunset clause*”). Naturalmente, alla scadenza prevista il diritto stesso potrà essere confermato od anche eventualmente aumentato (sempre nel limite massimo di dieci voti) con delibera assembleare da assumere con le maggioranze qualificate previste dal codice civile.

Art. 21: Misure in materia di educazione finanziaria

Plaudiamo all’introduzione del tema all’interno di un testo normativo sulla competitività. Sarà essenziale monitorare l’attuazione concreta della proposta. Insieme alle componenti del nostro settore, siamo certamente disponibili a collaborare per la migliore realizzazione di questa importante novità.

Secondo tutti i parametri definiti a livello internazionale – v. in particolare dall’OCSE – un’adeguata conoscenza dei concetti e meccanismi propri dei mercati finanziari è fondamentale per una consapevole allocazione dei propri risparmi: attutisce gli impatti negativi di possibili crisi e preserva il valore dei propri investimenti. Purtroppo, l’Italia occupa tradizionalmente i livelli più bassi di questa consapevolezza e sono necessari interventi per rendere la collettività più edotta delle opportunità e dei rischi insiti in ogni scelta di investimento.

Le associazioni che rappresentiamo hanno avviato da tempo iniziative che vanno in questa direzione: cito in particolare la FEduF – Fondazione per l’educazione finanziaria, promossa dall’ABI, e il Forum ANIA-Consumatori nel settore assicurativo. Questi progetti si affiancano agli impegni che negli ultimi anni le istituzioni hanno avviato, come quello del Comitato per l’Educazione finanziaria.

Vi è tuttavia ora bisogno di un passo ulteriore, che questo DDL compie: l’inserimento dell’educazione finanziaria nei piani formativi delle istituzioni scolastiche tra le materie di studio. Sarà importante monitorare come concretamente questa innovazione sarà adottata. Insieme alle componenti del nostro settore, siamo disponibili a collaborare per la migliore realizzazione di questa importante novità.

Conclusioni

In conclusione, illustre Presidente, onorevoli Senatori, esprimiamo una valutazione positiva dell'impianto normativo all'attenzione di codesta Commissione.

Le finalità di politica industriale e di accrescimento della competitività del mercato dei capitali sono largamente condivisibili e consideriamo l'articolato legislativo adeguato a raggiungerle, con alcune avvertenze tra le quali quelle che ho espressamente citato.

Invitiamo ad una valutazione a tutto campo delle diverse iniziative legislative e regolamentari in corso, considerando inscindibili le politiche industriali – come quelle cui in principio si ispira questo DDL - e le politiche fiscali all'interno di una cornice europea che dovrà anche assicurare un *level playing field* tra operatori. Un andamento asincrono o contraddittorio, in particolare tra questo provvedimento e quello di riforma del fisco, rischierebbe di tradursi in uno strabismo normativo che in definitiva penalizzerebbe proprio quei mercati e quei risparmiatori-investitori che questa riforma intende valorizzare.

Questa esigenza ci appare davvero imprescindibile ed irrinunciabile stante la crescente necessità di favorire – anche per ragioni demografiche attinenti all'invecchiamento della popolazione ed alla denatalità – investimenti rilevanti non solo in infrastrutture materiali ma ancor più in infrastrutture sociali.

L'industria finanziaria è ben consapevole di tale necessità e pronta a svolgere il proprio ruolo. Considerandola anche una grande opportunità in quanto questi investimenti – corrispondenti a bisogni irrinunciabili e sempre maggiori della collettività – ben possono, se adeguatamente sostenuti da un opportuno impianto normativo e fiscale, consentire una equa ed adeguata remunerazione per il risparmiatore-investitore e attrarre così investimenti di lungo periodo.

Ed in questa direzione vanno infatti molte delle proposte portate alla vostra attenzione dalle varie associazioni che aderiscono alla nostra Federazione e che proprio per questo chiedono di valutare una progressiva riduzione dell'aliquota fiscale in correlazione con l'aumento del periodo di detenzione dell'investimento.

Grazie davvero dell'opportunità offertaci con questa audizione e buon lavoro.