



Italian Banking Insurance and Finance Federation

Libro verde

La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita

Risposta alla consultazione MEF - marzo 2022

Sommario

Premessa	2
Principali proposte	3
1. Ricapitalizzazione PMI	3
2. Pir ordinari, alternativi ed ELTIF	4
3. Convenienze fiscali per previdenza	5
Considerazioni specifiche sul Libro Verde	6
Semplificazione dei prospetti.....	6
Responsabilità da prospetto	7
Semplificazione dei requisiti di ammissione a quotazione e dell'attività dello sponsor previsti nei regolamenti dei mercati di Borsa Italiana.....	8
Incentivi fiscali per la quotazione	9
Regime di circolazione dei titoli digitali (DLT)	9

Premessa

La consultazione aperta sul Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita” ci consente di affrontare temi sui quali la Federazione, grazie ai propri associati, sta da tempo elaborando proposte.

Nel sottolineare la soddisfazione per il lavoro svolto dal Ministero nell'individuare numerose criticità che frenano lo sviluppo indicando misure correttive, in questo documento, esponiamo alcune proposte che possono dare un contributo alla crescita, essendo orientate da un lato a facilitare la capitalizzazione delle imprese, e in particolare la patrimonializzazione delle PMI, e dall'altro ad ampliare la platea degli investitori istituzionali migliorandone le condizioni di accesso al mercato.

Si tratta di proposte coerenti con il Libro Verde, in linea con gli indirizzi dell'Unione Europea sull'Unione dei mercati dei capitali e che - in molti casi - sono a costo zero fin da subito o in grado di essere finanziate col maggior gettito che essere possono produrre a regime.

Alcune di esse hanno recentemente ottenuto una revisione normativa e sono venute incontro alle esigenze degli investitori come nel caso del potenziamento dei PIR ordinari che, con la legge di Bilancio 2022, hanno registrato un innalzamento dei limiti d'investimento a 40.000 euro annuali e 200.000 complessivi. Questo intervento consente di attrarre ulteriore risparmio per finanziare a lungo termine le imprese italiane.

È quanto avvenuto anche sul tema, citato anche nel Libro Verde, della soglia minima di accesso per gli investitori nei FIA (Fondi di Investimento Alternativi) già risolto con recente

decreto ministeriale. L'intervento appena entrato in vigore favorisce l'accesso dei clienti non professionali, abbassando le soglie di ingresso nei FIA italiani riservati da 500 a 100 mila euro, prevedendo, al contempo, taluni presidi di tutela: ad esempio, che la sottoscrizione di tali prodotti sia affiancata alla contemporanea prestazione di servizi di investimento (quale la consulenza o la gestione di portafogli), contraddistinti da elevati presidi di tutela a favore della clientela non professionale e da rigorose regole di condotta.

Senza dimenticare infine la proroga al 31 dicembre 2022, per l'acquisto di strumenti finanziari in relazione ai quali è possibile beneficiare del credito d'imposta per le eventuali minusvalenze realizzate dopo 5 anni dall'acquisto. Ciò al fine di consentire la concreta fruibilità dell'agevolazione.

Di seguito le principali proposte di ampio spettro raccolte in tre "capitoli" con i nostri associati che sono orientate a migliorare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI e facilitare l'apporto di risorse da parte di investitori istituzionali e "pazienti", tali da aumentare i flussi finanziari a medio termine e la competitività del nostro tessuto industriale chiamato a reagire dopo gli effetti della pandemia e le conseguenze, ancora tutte da quantificare, della guerra in Ucraina. Seguono altre considerazioni specifiche ad alcuni punti del Libro Verde.

Principali proposte

1. Ricapitalizzazione PMI

- 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.
- Introdurre un credito di imposta per fondi pensione e casse di previdenza e le gestioni separate delle compagnie di assicurazione che investono in FIA (Fondi di Investimento Alternativi), riconosciuto in funzione e in proporzione all'ammontare investito.
- Predisporre una garanzia pubblica parziale sulle perdite realizzate dagli investitori privati per investimenti in quasi-equity (debiti subordinati, ibridi, mezzanine loans) in imprese di dimensioni medio-piccole e medie strutturalmente sane, le cui condizioni di solvibilità sono state influenzate negativamente dalle attuali crisi in corso. Questa misura trae spunto dalla recente analoga riforma francese. Interessante appare, su questo fronte, l'iniziativa di AFME di introdurre a livello europeo 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. Da valutare, analogamente, la predisposizione di una garanzia pubblica parziale sulle perdite realizzate dagli investitori privati per

investimenti in equity in imprese di dimensioni medio-piccole e medie strutturalmente sane, le cui condizioni di solvibilità sono state influenzate negativamente dalle attuali crisi in corso.

- Estendere l'incentivo fiscale relativo alla detassazione dei capital gain, per fondi pensione e casse di previdenza e le gestioni separate delle compagnie di assicurazione anche nel caso di investimenti in fondi di private debt.
- Prorogare la finestra agevolativa sul credito di imposta per la quotazione delle PMI ed estenderlo alle MIDCAP.
- Introdurre un pacchetto di misure fiscali per la capitalizzazione delle imprese, includendo misure che sono già state adottate ed implementate con successo (ad es. rafforzando l'ACE) e per la semplificazione regolamentare.
- Agevolare fiscalmente la ricerca finanziaria per favorire la quotazione delle PMI e l'afflusso stabile di liquidità da parte degli investitori tramite il riconoscimento di un credito di imposta per le imprese emittenti che conferiscono agli intermediari incarichi per la produzione di ricerca sponsorizzata ed agli intermediari che producono ricerca finanziaria indipendente sulle società quotate su AIM Italia e STAR con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro.
- Modificare, in sede di implementazione delle proposte di revisione della CRR da parte della Commissione Europea, il trattamento al momento proposto del Comitato di Basilea per le esposizioni in equity delle banche (250%) differenziando la ponderazione a seconda delle diverse asset class (equity quotato e non) e del rischio relativo.
- Prevedere benefici (anche fiscali o garanzie particolari) alle Casse che investono fondi per sostenere i propri iscritti per dare maggiore possibilità di crescita e sviluppo al settore dei professionisti.
- Introdurre incentivi fiscali affinché i risparmi depositati dai risparmiatori nei propri conti correnti (i depositi, a dicembre 2020, hanno superato 1.740 miliardi di euro con una remunerazione medio di solo 0,03%, gravata dal 26% di imposte) si indirizzino, liberamente e responsabilmente, verso forme di investimento a lungo termine, possibilmente legate all'Italia. Se si garantisce un'aliquota ridotta sugli investimenti finanziari (non speculativi) in titoli di capitale, si otterrebbe il duplice scopo di incentivare il sostegno alle imprese e aumentare il ritorno per lo Stato in termini di fiscalità sul risparmio.

2. Pir ordinari, alternativi ed ELTIF

- Potenziare ulteriormente i PIR alternativi prevedendo un credito di imposta pari al 20% delle eventuali minusvalenze finali compensabile in dichiarazione e/o F24 nei successivi 10 anni.
- Formazione per operatori e gestori per informare i potenziali clienti risparmiatori in modo che il mercato possa espandersi (la non conoscenza dello strumento è un ostacolo alla possibilità di utilizzo in diversi settori (e quindi alla capacità di metterlo nei portafogli giusti).

- Prevedere una maggiore flessibilità nell'utilizzo del credito d'imposta riconosciuto a fronte delle minusvalenze realizzate su strumenti finanziari detenuti per almeno 5 anni tramite la cedibilità del credito stesso e ampliare la platea dei possibili beneficiari anche agli investitori istituzionali (oggi solo le persone fisiche ne possono beneficiare).
- Estendere il beneficio alle compagnie di assicurazione. Il regime fiscale di favore regolamentato dai PIR riguarda attualmente le persone fisiche residenti in Italia, oltre che i fondi pensione e le casse di previdenza. Questa norma al momento non contempla le compagnie di assicurazione nell'eccezione di investitori nelle gestioni separate.

Con riferimento ai Fondi europei di investimento a lungo termine (ELTIF), le modifiche inserite nella proposta di revisione del Regolamento ELTIF presentata dalla Commissione europea il 25 novembre 2021 vanno, nel complesso, nella giusta direzione. Esse sono, infatti, volte a migliorare l'attrattività degli ELTIF rendendoli, da un lato, più flessibili in termini di politica d'investimento e politiche di rimborso, con l'ampliamento delle attività d'investimento e delle imprese di portafoglio ammissibili, nonché l'allentamento di alcune regole in tema di composizione, diversificazione e concentrazione del portafoglio, e contemporaneamente dall'altro li rende più accessibili da parte degli investitori retail "in un ambiente comunque protetto". Affinché gli ELTIF possano realmente contribuire a "stimolare gli investimenti europei a lungo termine nell'economia reale" e risultare particolarmente attrattivi per gli investitori, ribadiamo come sia necessario, accanto alle revisioni del framework normativo comunitario, abbinare a livello nazionale semplificazioni delle norme fiscali e opportuni incentivi fiscali. Con riferimento all'incentivo attuale, si potrebbe:

- Prevedere una maggiore flessibilità del limite massimo di investimento elevandolo per rendere lo strumento degli ELTIF appetibile sia ad una clientela retail che ad una clientela di investitori professionali.
- Potenziarne la consistenza attraverso la previsione di una detrazione ai fini IRPEF e la deduzione ai fini IRES di una parte dell'investimento in ELTIF.
- Ridurre del periodo temporale di detenzione (*holding period*) a 3 anni per risultare maggiormente interessante per un investitore retail.

3. Convenienze fiscali per previdenza

- Per i redditi derivanti da determinati investimenti (investimenti qualificati) effettuati dalle Casse di previdenza e dai Fondi pensione fino al 10% dell'attivo patrimoniale è previsto, a decorrere dal 1° gennaio 2017, un regime di non imponibilità. Sarebbe opportuno estendere questa norma anche alle gestioni separate delle compagnie di assicurazione.

- Sarebbe opportuno estendere alle gestioni assicurative tradizionali le previsioni oggi riferite esclusivamente agli enti privati di previdenza obbligatoria e alle forme di previdenza complementare, trasferendo il beneficio fiscale agli assicurati. Considerando gli asset in gestione delle compagnie, ciò consentirebbe di alimentare la crescita dei finanziamenti verso le imprese italiane.
- Si continua a richiamare l'attenzione da parte del governo ai temi collegati al secondo pilastro complementare. Importante ricevere un supporto dallo stato, stabilendo una collaborazione pubblico-privata, per aumentare le adesioni e permettere di consolidare il progetto avviato di supporto al sistema paese.
- Si consideri anche la possibilità di incrementare l'importo deducibile sui contributi versati. Si pone inoltre la necessità di superare l'attuale regime di imposizione che tassa i rendimenti annuali delle gestioni delle varie forme di previdenza complementare in base al maturato anziché al realizzato.

Considerazioni specifiche sul Libro Verde

In particolare, dal settore bancario vengono alcune considerazioni su specifici temi affrontati nel Libro Verde, nonché la proposta di eventuali possibili miglioramenti:

Semplificazione dei prospetti

Il Libro verde affronta il tema della corposità dei prospetti di quotazione, che rappresenta una area della disciplina sulla quali risulta opportuno intervenire al fine di semplificarla e razionalizzarla, al fine di rendere più attraente per le imprese l'accesso e la permanenza nei mercati e, nel contempo, fornire agli investitori un'informativa maggiormente chiara e rispondente alle effettive esigenze connesse all'assunzione di determinate scelte.

A tal fine il Libro Verde evidenzia in particolare l'opportunità di adottare misure volte al contenimento del numero di pagine del prospetto informativo per l'ammissione a quotazione e per gli aumenti di capitale successivi, quali ad esempio l'introdurre un limite massimo al numero di pagine del prospetto standard.

Al riguardo si ritiene che fissare un limite generico di pagine nella stesura di un prospetto non è una soluzione efficace se attuata da sola, in quanto le informazioni possono essere diverse a seconda delle dimensioni degli emittenti o del settore di attività, o della situazione economica e finanziaria (non ultima in caso di tipologia complessa di titoli o emittenti con storia finanziaria complessa).

L'obiettivo di riduzione delle pagine del prospetto (e del conseguente costo di quotazione) dovrebbe essere realizzato attraverso una semplificazione mirata dei contenuti nonché un'armonizzazione delle pratiche di vigilanza da parte delle Autorità (per ridurre le informazioni aggiuntive che devono essere incluse nel prospetto durante il processo di verifica).

Responsabilità da prospetto

Un tema importante è quello del regime di responsabilità da prospetto nel nostro paese, che rispetto a quello previsto dalla normativa europea è stato nel tempo reso sempre più stringente. È evidente che tanto più tale regime è stringente, tanto più i soggetti che intervengono nell'offerta dei titoli (emittente, intermediari e consulenti, da una parte, e autorità di supervisione, dall'altra) hanno l'esigenza di includere (o far includere) nel prospetto il maggior numero di informazioni al fine di coprirsi dai rischi legali e di *litigation* di cui potrebbero essere chiamati a rispondere.

Il tema della stringente responsabilità sui contenuti del prospetto riguarda soprattutto gli intermediari che operano in Italia come responsabili del collocamento e come sponsor (che accompagnano l'emittente nella quotazione azionaria), che sono gravati di una responsabilità ulteriore non prevista dalla normativa comunitaria in materia, determinando così una situazione di "unlevel playing field" tra intermediari operanti in Italia ed all'estero.

L'art 94, comma settimo, del TUF prevede una presunzione di responsabilità del responsabile del collocamento per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di verificare che le informazioni contenute nel prospetto fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso.

Tale responsabilità non trova alcun riscontro nel Regolamento Prospetto che, infatti, non prevede alcuna presunzione di responsabilità a carico di tale intermediario per informazioni false o omissioni nel prospetto (né invero la stessa figura del responsabile del collocamento). La normativa europea prevede come responsabile del prospetto l'autore dello stesso (o comunque almeno di singole parti); il responsabile del prospetto è, quindi, in genere l'emittente e non un soggetto terzo, quale il responsabile del collocamento.

La previsione di una presunzione di responsabilità del responsabile del collocamento non sembra tutelare maggiormente gli investitori, posto che il responsabile del collocamento non può assicurare l'affidabilità di informazioni contenute nel prospetto di competenza di terzi (emittente, offerente, garante) su cui lo stesso può svolgere solo un'attività di due diligence (tramite, ad esempio, interviste al management o verifiche con il supporto di esperti legali, contabili, ecc.) e quindi determina un incremento dei rischi di contenzioso in capo a quest'ultimo che si trova, come detto, ad essere responsabile di informazioni che spesso sono in esclusivo possesso dell'emittente/offerdente/garante (ad es. dati sull'attività della società) ed in conseguenza di ciò deve necessariamente basarsi sulle informazioni e dichiarazioni fornite da questi.

Si tratta quindi di uno strumento sproporzionato per il perseguimento dell'intento di tutela dell'investitore individuato dal legislatore nazionale, dal momento che il raggiungimento di tale finalità è già assicurato dal regime di responsabilità gravante sull'emittente/offerdente e sull'eventuale garante.

Inoltre, in fase di recepimento del Regolamento UE 2017/1129 sul “Prospetto” è stata introdotta una nuova formulazione dell’art. 113 del TUF in tema di ammissione alla negoziazione di titoli. In base al comma 2, lettera m) dell’articolato, la CONSOB può richiedere agli intermediari incaricati della domanda di ammissione a negoziazione in un mercato regolamentato (sponsor), di dichiarare alla CONSOB stessa di non essere a conoscenza di informazioni diverse da quelle contenute nel prospetto di ammissione alla negoziazione dei titoli.

Tale previsione trova giustificazione nell’estensione, operata dal legislatore nazionale in sede di adeguamento al Regolamento europeo, delle disposizioni sulle deleghe regolamentari della CONSOB in tema di regole di correttezza nello svolgimento dell’offerta anche agli intermediari finanziari incaricati della domanda di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato.

La nuova previsione va quindi a gravare gli intermediari che operano in Italia di una responsabilità ulteriore non prevista dalla normativa comunitaria in materia, ampliando ulteriormente una situazione di “unlevel playing field” con gli intermediari che operano all’estero.

In tal modo vengono anche vanificati alcuni obiettivi del regolamento UE tra cui l’uniformità di applicazione tra i diversi paesi europei, anche ai fini della comparabilità delle offerte per gli investitori e dell’efficienza del mercato dei capitali europeo

Il tema è stato incluso nel Libro Verde, proponendo una revisione dell’attuale regime normativo per il responsabile del collocamento/collocatore e per lo sponsor. E’ un tema generale che ha ampie implicazioni e che si collega direttamente con quello del regime di responsabilità delle autorità, affrontato dalla Task Force in un apposito gruppo di lavoro. È importante quindi che il tema delle responsabilità venga affrontato in maniera organica avendo riguardo a tutti i soggetti (dall’emittente, agli intermediari fino alle autorità) che partecipano, sebbene con differenti ruoli, al processo di listing.

Semplificazione dei requisiti di ammissione a quotazione e dell’attività dello sponsor previsti nei regolamenti dei mercati di Borsa Italiana

Il Libro Verde propone un pacchetto di proposte di semplificazione dei requisiti di ammissione a quotazione e dell’attività dello sponsor previsti nei regolamenti dei mercati di Borsa Italiana, frutto del lavoro congiunto di Borsa Italiana e le associazioni di categoria (ABI e ASSOSIM) che rappresentano gli intermediari specializzati nell’attività di accompagnamento degli emittenti nella quotazione. Pienamente condivisibile l’obiettivo di snellire e semplificare i requisiti per la quotazione in Borsa (necessari per agevolare e incentivare la quotazione degli emittenti) ma particolare attenzione deve essere posta a non ridimensionare il ruolo dello sponsor e, soprattutto, preservare alcuni elementi informativi e documentali da parte dell’emittente che sono indispensabili per una compiuta valutazione da parte degli investitori. Le proposte concordate dall’industria vanno in questa direzione. L’auspicio pertanto è che esse acquisiscano ora il vaglio dell’Autorità e vengano rapidamente introdotte nella regolamentazione del mercato.

Incentivi fiscali per la quotazione

Le iniziative a supporto dello sviluppo del mercato dei capitali italiano non devono fermarsi alla revisione e semplificazione della normativa in tema di quotazione, come ampiamente proposto nel Libro Verde. È importante introdurre anche strumenti di incentivazione economica alle imprese che si affacciano al mercato. Tra queste, gli incentivi fiscali svolgono un ruolo decisamente importante.

Nel corso degli anni, la misura del credito di imposta prevista dall'art. 1, comma 89 della legge del 27/12/2017, n. 205 (legge di bilancio 2018) è divenuta un incentivo importante per la quotazione delle PMI che devono affrontare spese necessarie per rafforzare l'organizzazione aziendale, implementare i piani di investimento, far fronte alle attività di consulenza funzionali alla quotazione nel mercato di riferimento ed a rendere le società stesse più interessanti per gli investitori: nel triennio 2018 - 2020 sono state 85 le PMI che hanno ottenuto l'agevolazione in discorso: è da considerare che il triennio in discorso include anche il periodo della pandemia in cui come è noto alla fase iniziale di fermo dell'attività produttiva ha fatto una fase di lenta ripresa economica.

La conferma del favore con cui le imprese considerano tale agevolazione trova riscontro anche nei dati relativi alle quotazioni del Euronext Growth Milan (EGM), il mercato italiano creato per far crescere le PMI. L'EGM, su 153 società quotate nell'ultimo trimestre del 2021 ospitava 90 PMI, oltre quindi la metà delle società quotate. Nel solo 2021 (dati di settembre), nonostante la prolungata fase post pandemica, si sono quotate sull'AIM 22 società di cui 16 PMI.

Va rilevato che anche il TESG (Technical Expert Stakeholder Group) il gruppo di lavoro promosso dalla Commissione EU per implementare la Capital Markets Union, si è espresso favorevolmente per il riconoscimento di incentivi fiscali a sostegno della quotazione delle imprese e dello sviluppo dei mercati finanziari, quali appunto il credito di imposta, in un report che la Commissione ha intenzione a breve di porre a base di un'apposita consultazione pubblica.

Per assicurare alle imprese un quadro certo stabile nella pianificazione degli investimenti necessari per la ripresa post pandemia è importante estendere l'applicazione della misura in oggetto fino al 31 dicembre 2024 laddove fino ad oggi si è provveduto con proroghe di anno in anno. La proposta di estensione biennale della misura consentirebbe, inoltre, di dare più certezze alle imprese che intendono pianificare il processo di quotazione, per la cui preparazione sono necessari diversi mesi, nonché agli intermediari ed ai consulenti che accompagnano le società nelle diverse fasi del processo di quotazione.

Regime di circolazione dei titoli digitali (DLT)

L'utilizzo delle nuove tecnologie digitali riveste un ruolo centrale tra le soluzioni da perseguire in Italia per incentivare l'accesso al mercato da parte imprese e investitori. Diversi Paesi europei (tra cui Francia e Germania) hanno già riconosciuto nel proprio ordinamento la possibilità per le società di emettere alcune tipologie di strumenti finanziari in forma digitale sfruttando la tecnologia a registro distribuito (c.d. DLT). È importante quindi che anche l'Italia si muova in questa direzione, attraverso

l'introduzione del nuovo regime di emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari, delineato nel Libro verde, che consenta agli operatori interessati di avviare la sperimentazione quando sarà in vigore in ambito europeo il Regolamento sul regime pilota DLT.

Poiché, sulla base delle informazioni ad oggi disponibili, è plausibile che suddetto regime pilota sia avviato nei primi mesi del 2023, è altrettanto importante che il mercato italiano sia per tempo e attivamente coinvolto nell'analisi delle possibili opzioni di intervento normativo, citate nel Libro verde (auspicabilmente tramite i consueti meccanismi di pubblica consultazione). A tale scopo è apprezzabile l'ipotesi di prevedere un approccio in due fasi, con l'introduzione, in una prima fase, di un regime normativo a carattere transitorio che garantisca maggiore flessibilità di adattamento rispetto a una modifica strutturale della disciplina che regola l'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari tradizionali (il TUF in particolare), almeno in una fase di sperimentazione. Ciò consentirebbe di individuare tempestivamente, attraverso un confronto attivo con il mercato, situazioni di difficoltà e aspetti della disciplina da modificare.

Inoltre, affinché la sperimentazione possa esprimersi in piena efficienza, è necessario garantire una sincronizzazione tra l'avvio del regime pilota europeo e del regime di circolazione italiano, non soltanto sul piano temporale ma anche in termini di ambito di applicazione (come ad esempio le categorie di strumenti finanziari potenzialmente emettibili in forma digitale) per evitare disparità di trattamento tra operatori italiani e di altri Stati membri e consentire la realizzazione di progetti e iniziative comuni tra operatori europei.

Ulteriori aspetti che meritano di essere approfonditi nella fase di definizione dei suindicati interventi normativi (anche nella loro fase di transitorietà) sono rappresentati, sul piano di utilizzo della DLT, dalle caratteristiche che il registro distribuito deve avere in termini di accessibilità e di individuazione dei ruoli e delle responsabilità dei soggetti che vi partecipano e che condividono le componenti distribuite; inoltre, su un piano di adattamento delle norme "tradizionali", dalle modalità di applicazione di tutte le tutele a favore degli investitori previste dalla MIFID da parte dei soggetti che offriranno servizi di investimento nei mercati digitali.

Roma, marzo 2022