

Senato della Repubblica

Commissioni Riunite 10^a (Industria, commercio, turismo) e 13^a (Territorio,
ambiente, beni ambientali)

**Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di
legge n. 1541, concernente la conversione in legge
del decreto-legge 24 giugno 2014, n.91**

Audizione di Giorgio Gobbi
(Servizio Stabilità Finanziaria)

Banca d'Italia

Senato della Repubblica
Roma, 9 luglio 2014

1. Le misure contenute nel decreto-legge 24 giugno 2014 n.91 in materia di finanza d'impresa

Il capo III del decreto (“Disposizioni urgenti per le imprese”) contiene un insieme di misure volte a favorire il ricorso a fonti di finanziamento alternative al credito bancario – sia di capitale sia di debito – attraverso incentivi di natura fiscale e regolamentare alla quotazione, l’ampliamento delle tipologie di intermediari finanziari cui è consentito erogare credito alle imprese, l’eliminazione di alcuni disincentivi fiscali all’investimento in obbligazioni.

Il rafforzamento dell’ACE (Aiuto alla Crescita Economica) per le imprese che decidono di quotarsi mira ad abbattere il costo del ricorso al mercato azionario attraverso un sussidio di natura fiscale. Le modifiche al diritto societario intendono superare le remore alla quotazione che derivano dalle preoccupazioni circa il mantenimento del controllo dell’impresa; a tal fine il decreto introduce le azioni con voto plurimo. La possibilità concessa ad assicurazioni, fondi comuni e società veicolo per le cartolarizzazioni di erogare prestiti alle imprese potrà favorire il contributo di questi investitori al finanziamento dell’economia.

A fianco di queste misure di carattere strutturale, sono previsti incentivi fiscali per le imprese agli investimenti per accelerare la ripresa dell’economia.

Le misure nel loro insieme sono coerenti con il disegno di rafforzare la struttura finanziaria delle imprese italiane attraverso due linee di intervento: aumentare l’apporto di capitale di rischio e affiancare il credito bancario con altre fonti di finanziamento. Proseguono lungo il percorso tracciato da altri provvedimenti adottati negli ultimi anni, come ad esempio l’introduzione dell’ACE nel 2011 e le misure per favorire l’emissione di obbligazioni da parte delle piccole e medie imprese non quotate (minibond).

La Banca d’Italia ha da tempo individuato nell’elevato grado di indebitamento e nella concentrazione dei debiti presso il settore bancario i due principali punti di debolezza della finanza d’impresa in Italia. Le aziende più indebitate hanno incontrato maggiori difficoltà a far fronte alla recessione e hanno contribuito in misura considerevole ad alimentare il bacino di crediti deteriorati che grava sui bilanci delle banche e che frena il finanziamento della ripresa. Dalle indagini che conduciamo periodicamente presso

banche e imprese, l'elevato grado di indebitamento di queste ultime emerge come l'ostacolo principale all'accoglimento delle domande di nuovi finanziamenti.

Anche in risposta alle difficoltà di accesso al credito bancario negli ultimi anni è cresciuta la tendenza delle imprese, soprattutto quelle di maggiori dimensioni, a finanziarsi sui mercati. Nel 2013 la raccolta di capitale di rischio sul mercato ha raggiunto 1,4 miliardi, il valore più alto degli ultimi quattro anni. Le operazioni di nuova quotazione sono state 11, circa il doppio di quelle realizzate, in media, tra il 2008 e il 2012; altre 4 sono state effettuate nel primo quadrimestre dell'anno in corso. Sono segnali incoraggianti che devono essere consolidati e rafforzati. Sempre nel 2013 le emissioni lorde di obbligazioni da parte di imprese italiane sono state pari a 39 miliardi; ulteriori 10 miliardi sono stati collocati nel primo trimestre del 2014. Dal 2009 i collocamenti sono stati in media pari a 32 miliardi l'anno, circa 9 in più rispetto al periodo 2002-07.

Le misure introdotte nel decreto possono contribuire a consolidare e rafforzare il cambiamento in atto, con riflessi positivi per la crescita economica e la stabilità finanziaria. L'esame più dettagliato di alcune parti del provvedimento proposto di seguito intende sottolinearne gli aspetti innovativi e al tempo stesso far emergere alcuni punti dove le norme potrebbero essere riviste per migliorarne l'efficacia o limitarne gli effetti indesiderati.

2. Modifiche alla disciplina ACE (art. 19)

L'ACE è la principale misura adottata negli ultimi anni a sostegno della capitalizzazione delle imprese. Introdotta dal D.L. 201/2011 con l'obiettivo di ridurre lo squilibrio fiscale tra il finanziamento con debito e quello con capitale proprio, è stata recentemente rafforzata dalla legge di stabilità per il 2014 che ha previsto l'innalzamento progressivo dell'aliquota da applicare agli incrementi patrimoniali (cosiddetto rendimento nozionale) per il calcolo degli importi deducibili (4 per cento per il 2014, 4,5 per il 2015 e 4,75 per il 2016).

Il decreto introduce due modifiche alla disciplina ACE: i) rafforza gli incentivi alla raccolta di capitale di rischio nel caso questa avvenga attraverso la quotazione su

mercati regolamentati; ii) consente di anticipare la fruizione del beneficio fiscale alle imprese con reddito imponibile negativo o inferiore all'importo dell'agevolazione.

Per le imprese che si quoteranno sui mercati regolamentati della UE e dello Spazio economico europeo, la deduzione verrà calcolata applicando l'aliquota a una base pari agli aumenti di capitale proprio realizzati nell'anno della quotazione e nei due successivi maggiorati del 40 per cento. La norma non ha efficacia immediata: trattandosi di una misura riservata solo ad alcune imprese richiede un'autorizzazione preventiva della Commissione Europea che non è scontata e potrebbe comunque richiedere tempi relativamente lunghi sulla base delle esperienze passate¹.

Un aspetto che potrebbe, *ceteris paribus*, indebolire l'efficacia dell'agevolazione è la sua limitazione a tre anni, al pari di quanto accaduto in passato con analoghi provvedimenti (SuperDIT, Tecno Tremonti). Si tratta di un periodo che potrebbe essere non sufficientemente esteso per controbilanciare i costi legati alla trasparenza delle imprese quotate verso gli operatori del mercato, le autorità di controllo, gli azionisti di minoranza e alla maggiore visibilità nei confronti del fisco.

Al fine di consentire un più ampio utilizzo degli incentivi, soprattutto da parte delle PMI, l'ambito di applicazione del provvedimento potrebbe essere esteso anche alle imprese che si quoteranno sui sistemi multilaterali di negoziazione, quale il mercato AIM della Borsa Italiana.

Riguardo al secondo punto, nei casi in cui l'agevolazione ACE non sia utilizzata interamente per incapienza degli utili, è previsto che l'impresa possa optare per un credito di imposta (pari al 27,5 per cento del valore non utilizzato nel caso di impresa soggetta a IRES) a valere sui debiti IRAP e fruibile in cinque anni. La norma potrebbe agevolare le imprese in fase di ristrutturazione per le quali le banche spesso condizionano l'erogazione di nuovi prestiti ad apporti di capitale da parte dei proprietari. Più in generale, la ripartizione su cinque anni del credito di imposta IRAP agevola le imprese con attese di utili bassi o negativi per diversi esercizi. Per le aziende incapienti, ma con fondate aspettative di una ripresa della redditività a breve termine

¹ Ad esempio, per le agevolazioni per le start-up è stato necessario più di un anno per ottenere l'approvazione della Commissione.

potrebbe essere conveniente fruire dell'agevolazione in un'unica soluzione, appena si realizzano utili, anziché suddividere nei 5 anni il credito di imposta IRAP.

Deve anche essere considerato che la deducibilità dall'IRAP dell'agevolazione prevista dall'ACE indebolisce gli incentivi a far emergere a fini fiscali il reddito d'impresa.

3. Modifiche al diritto dei mercati finanziari e al diritto societario (art. 20)

L'obiettivo di favorire la quotazione è perseguito anche attraverso misure di natura regolamentare che ne riducono gli oneri, diretti e indiretti, e ampliano la gamma di strumenti utilizzabili per mantenere il controllo.

Riguardo al primo profilo, il decreto aumenta la soglia per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti ed elimina l'obbligo di comunicazione a mezzo stampa delle informazioni regolamentate. Con riferimento al secondo, sono introdotte le azioni a voto multiplo, e viene consentito alle PMI² di modulare anche verso il basso (20 per cento del capitale con diritto di voto) la soglia di capitale oltre la quale scatta l'obbligo di OPA totalitaria e di escludere, nei primi 5 anni di quotazione, l'OPA da consolidamento.

La norma sul voto multiplo consente alle società quotate o che intendano quotarsi di emettere azioni che attribuiscono voto maggiorato fino al doppio se detenute per almeno 24 mesi. La cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito comporta la perdita della maggiorazione del voto; se lo statuto non dispone diversamente, il voto maggiorato è, invece, conservato in caso di successione per causa di morte. È escluso il diritto di recesso per i soci che non hanno concorso alla deliberazione che ha introdotto il voto maggioritario.

In linea di principio, la disponibilità di strumenti che, alterando il principio di proporzionalità tra diritti amministrativi e diritti agli utili, consentono di esercitare il

² L'art. 20, comma 1, del decreto definisce "PMI quotate" le società emittenti azioni quotate che abbiano, in base all'ultimo bilancio d'esercizio approvato, un fatturato sino a 300 milioni di euro o una capitalizzazione media di mercato inferiore a 500 milioni di euro; una PMI quotata non è più considerata tale solo dopo tre anni consecutivi in cui risultano superate entrambe le soglie del fatturato e della capitalizzazione.

controllo con un impegno finanziario limitato può contribuire a ridurre le remore alla quotazione dei proprietari di imprese “chiuse”. Va, tuttavia, ricordato che l’impiego di strumenti di separazione tra proprietà e controllo può comportare un aumento del costo del capitale.

La modalità prescelta – ispirata all’esperienza francese delle *loyalty shares* – non appare, inoltre, la più idonea a perseguire l’obiettivo di favorire l’accesso al mercato dei capitali di nuove imprese. Il legame tra maggiorazione dei diritti di voto e detenzione del titolo per un periodo prestabilito determina incertezza circa il peso relativo dei diritti di voto dei soci. Per altro verso, l’esclusione del diritto di recesso, pur in presenza di un’alterazione rilevante dei diritti esistenti, facilita l’impiego delle *loyalty shares* da parte dei controllanti delle società già quotate per rafforzare la propria posizione.

Sarebbe preferibile consentire l’emissione di una vera e propria categoria di azioni a voto multiplo con l’attribuzione del diritto di recesso. Ciò, da un lato, darebbe certezza all’allocazione dei diritti di voto e accrescerebbe la trasparenza dello strumento, dall’altro garantirebbe una maggiore tutela agli azionisti di minoranza.

4. Misure a favore delle emissioni di obbligazioni societarie (art. 21)

Il primo comma dell’art. 21 estende il regime dell’imposta sostitutiva agli interessi derivanti da titoli obbligazionari e cambiali finanziarie non negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, purché tali titoli siano detenuti da investitori qualificati. Il secondo comma precisa che la ritenuta alla fonte non si applica nel caso in cui i proventi da titoli obbligazionari e cambiali finanziarie siano corrisposti a organismi di investimento collettivo del risparmio o a società per la cartolarizzazione dei crediti le cui quote o titoli siano detenute esclusivamente da investitori qualificati e il cui patrimonio, in entrambi i casi, sia investito in misura superiore al 50 per cento in obbligazioni e cambiali finanziarie.

Il decreto rimuove alcuni disincentivi di natura fiscale alle operazioni di collocamento di titoli non quotati emessi da imprese italiane presso investitori qualificati italiani ed esteri, direttamente o per il tramite delle tipologie di intermediari indicate. Ne dovrebbero beneficiare in particolare le operazioni di *private placement*. Secondo la relazione tecnica la norma dovrebbe avere un impatto trascurabile sui conti pubblici.

5. Misure a favore del credito alle imprese (art. 22)

Al fine di favorire il credito alle imprese, la norma permette alle assicurazioni di concedere direttamente finanziamenti alle imprese, ma solo partecipando a operazioni originate da banche e condividendo con queste ultime il rischio del finanziamento³. Questa tipologia di finanziamenti può allargare il contributo delle assicurazioni al finanziamento del settore privato non finanziario, al momento molto contenuto.

Il decreto consente, infatti, alle assicurazioni italiane e alla SACE di concedere finanziamenti sotto qualsiasi forma alle imprese (escluse le microimprese). La norma prevede che le imprese a cui viene concesso il finanziamento siano selezionate da una banca o da un intermediario ex art. 106 del TUB e che questi debbano partecipare al finanziamento mantenendo un “significativo interesse economico” fino alla scadenza dell’operazione. L’IVASS dovrà stabilire le condizioni per la concessione dei finanziamenti e valutare l’adeguatezza dei sistemi di controllo dei rischi e del livello di patrimonializzazione delle imprese assicurative. La Banca d’Italia dovrà invece disciplinare la trasmissione delle segnalazioni statistiche e l’accesso delle assicurazioni alla Centrale dei Rischi.

Viene in questo modo riconosciuta la competenza specifica delle banche nell’attività di selezione dei prenditori; la condivisione del rischio, inoltre, mitiga i potenziali conflitti di interesse tra banche e assicurazioni. Le compagnie assicurative che intenderanno concedere finanziamenti dovranno sviluppare le competenze necessarie a gestire i rischi connessi con l’attività di erogazione del credito e predisporre opportuni presidi di governance. Sempre sotto il profilo della capacità di valutazione e controllo dei rischi da parte delle compagnie è positivo che a queste ultime sia consentito l’accesso alla Centrale dei Rischi.

La concessione di credito da parte delle assicurazioni è assimilabile alla partecipazione a prestiti sindacati in cui le banche operano da capofila dell’operazione e curano gli aspetti di selezione e controllo del rischio. I principali destinatari di questi finanziamenti, almeno nel breve-medio periodo, saranno verosimilmente imprese di

³ La norma consente inoltre alle assicurazioni di acquisire tra gli attivi a copertura delle riserve tecniche qualsiasi titolo emesso a fronte di un’operazione di cartolarizzazione (in precedenza erano ammessi solo i titoli con rating investment grade o derivanti dalla cartolarizzazione di minibond).

dimensioni medie e grandi per le quali è più facile la valutazione del rischio anche da parte degli investitori non bancari⁴.

Non è infondato il timore che l'estensione alle assicurazioni della possibilità di concedere credito alle imprese apra la strada ad arbitraggi regolamentari, possibili perché attualmente le regole assicurative non trattano l'attività creditizia. L'eventualità di un arbitraggio regolamentare potrebbe manifestarsi soprattutto nei gruppi misti bancario-assicurativi, nel cui ambito i finanziamenti potrebbero essere trasferiti dai soggetti bancari a quelli assicurativi del gruppo al solo scopo di ridurre i requisiti patrimoniali e non per erogare effettivamente nuovo credito alle imprese. Comportamenti elusivi del genere potranno essere affrontati attraverso l'identificazione di un adeguato livello di patrimonializzazione per le imprese di assicurazione che desiderano erogare finanziamenti. Per i conglomerati, inoltre, tali comportamenti possono essere adeguatamente vigilati e sanzionati con gli strumenti della vigilanza supplementare sui conglomerati finanziari e, in particolare, con i controlli sulle transazioni intra-gruppo previsti dalla relativa disciplina, recentemente potenziata in occasione del recepimento della direttiva europea FICOD1⁵. L'entrata in vigore nel 2016 della direttiva Solvency 2 contribuirà a colmare le differenze normative tra i due settori.

Il decreto-legge modifica anche la disciplina della cartolarizzazione dei crediti (legge n. 130 del 1999) per consentire alle società di cartolarizzazione (SPV) di concedere finanziamenti alle imprese. I titoli emessi dalle società di cartolarizzazione per finanziare i prestiti potranno essere acquistati solo da investitori qualificati. Anche nel caso delle società di cartolarizzazione, la selezione dei prenditori va affidata a una banca o a un intermediario finanziario ex art. 106 del TUB e questi ultimi devono trattenere un "significativo interesse economico" nell'operazione secondo le modalità che verranno stabilite dalla Banca d'Italia.

⁴ Il totale dei prestiti sindacati concessi da banche italiane a società non finanziarie era pari a circa 80 miliardi a fine 2013, poco meno del 10 per cento dei prestiti totali a questo settore. L'importo medio dei finanziamenti ricevuti si aggira intorno ai 15 milioni nell'ultimo biennio.

⁵ Si tratta della direttiva 2011/89/EU, che modifica la direttiva 2002/87/CE in materia di vigilanza supplementare sui conglomerati finanziari. La direttiva FICOD1 è stata recepita in Italia con il d.lgs. 4 marzo 2014, n. 53. La nuova direttiva ha potenziato gli strumenti di monitoraggio delle operazioni intra-gruppo prevedendo, in particolare, una maggiore armonizzazione dei controlli attraverso standard regolamentari delle autorità europee di vigilanza sui settori bancario, mobiliare e assicurativo (EBA, ESMA, EIOPA).

La disposizione coniuga in modo equilibrato l'obiettivo di favorire il ricorso a una fonte di finanziamento alternativa al credito bancario e l'esigenza di prevenire lo sviluppo di forme di intermediazione non regolate, potenzialmente pericolose per la stabilità finanziaria (*shadow banking*). Le condizioni per la concessione del credito da parte degli SPV sono volte ad assicurare che i prenditori di credito siano meritevoli sulla base di uno scrutinio effettuato da soggetti competenti e adeguatamente organizzati; la partecipazione di tali ultimi soggetti al rischio economico dell'operazione (*retention rule*) tende a evitare conflitti di interesse e comportamenti opportunistici.

Le regole sulla *retention*, rimesse alla potestà normativa della Banca d'Italia, potrebbero essere ispirate a quelle già vigenti per le cartolarizzazioni in cui la banca assume il ruolo di originatore dei crediti o di promotore (sponsor) dell'operazione. Tali regole, in sintesi, prevedono che la banca trattenga in varie forme, fra cui la sottoscrizione di una quota corrispondente dei titoli di cartolarizzazione emessi dallo SPV, un interesse pari almeno al 5 per cento del portafoglio di crediti. Altri principi della disciplina prudenziale delle cartolarizzazioni, che potrebbero essere ripresi nell'operazione in questione, sono quelli per cui le banche sono tenute ad adottare, nella selezione dei prenditori, gli stessi criteri di concessione del credito che esse applicano quando assumono rischi in proprio e l'obbligo di fornire agli investitori adeguate informazioni sull'impegno di *retention* assunto.

A differenza che per le assicurazioni, non è richiesto che le società di cartolarizzazione si dotino di un sistema di controllo e gestione dei rischi, previsione che sarebbe del resto incompatibile con le strutture organizzative, quasi inesistenti, delle società veicolo. Il controllo dei rischi sembra quindi essere *de facto* demandato alla banca o all'intermediario finanziario, anche nella fase successiva a quella di selezione del prenditore.

Il decreto legge ha chiarito espressamente la possibilità di istituire i cosiddetti "fondi di credito", ossia organismi di investimento collettivo del risparmio abilitati non soltanto – come già possibile nel previgente quadro normativo – a investire in finanziamenti concessi da terzi, ma anche a erogare direttamente crediti, a valere sulle disponibilità raccolte presso gli investitori del fondo.

L'operatività dei fondi italiani potrà ora essere allineata a quanto già da tempo consentito ai fondi di investimento in importanti sistemi finanziari esteri; l'innovazione in questione, inoltre, è coerente con le recenti iniziative legislative in ambito UE volte a creare un framework normativo comunitario in materia di fondi di investimento a lungo termine (European Long-Term Investment Funds – ELTIF). Si tratta di organismi paneuropei che, anche attraverso l'erogazione di crediti, possono investire le risorse raccolte in progetti, quali quelli in infrastrutture, che richiedono finanziamenti a lungo termine e non sono immediatamente remunerativi.

La disciplina secondaria in materia è in corso di definizione nell'ambito del processo di recepimento nel nostro ordinamento della direttiva 2011/61/UE (c.d. "AIFMD") in materia di gestori di fondi di investimento alternativi. Si è chiusa lo scorso giugno la consultazione pubblica sulla regolamentazione di competenza del MEF concernente la struttura degli OICR, con la quale è stato precisato l'obbligo di adozione della forma "chiusa" per i fondi di crediti. Lo scorso 26 giugno è stato pubblicato il documento di consultazione contenente le modifiche alla disciplina secondaria in materia di gestione collettiva del risparmio di competenza della Banca d'Italia e della Consob: gli schemi normativi della Banca d'Italia definiscono la disciplina di carattere prudenziale, non derogabile, applicabile ai fondi di credito, prevedendo in particolare limiti di concentrazione e di leva finanziaria; è inoltre richiesto al gestore, nell'ambito del sistema di gestione dei rischi degli OICR, di definire uno specifico processo di gestione del rischio di credito, che tenga conto dell'esigenza di assicurare una valutazione rigorosa del merito di credito degli affidati e un attento controllo delle posizioni di rischio.

La struttura "chiusa" di tali fondi e i presidi prudenziali individuati, coerenti con gli orientamenti internazionali volti a regolare i fenomeni di *shadow banking*, sono funzionali a mitigare i rischi connessi con tale attività di finanziamento (possibile arbitraggio regolamentare rispetto al settore bancario; rischi di trasformazione delle scadenze e di liquidità; rischi di *run*, ossia di corsa degli investitori al ritiro di fondi in caso di turbolenze finanziarie; eccessiva espansione degli attivi tramite ricorso al leverage).

Il decreto legge prevede, infine, l'estensione ai nuovi soggetti abilitati a erogare crediti (assicurazioni, società veicolo di cartolarizzazione, fondi di crediti) dell'obbligo di

segnalazione alla Centrale dei Rischi della Banca d'Italia. La norma è volta ad assicurare la completezza dell'informativa sull'esposizione creditizia di ogni singolo affidato, a beneficio, oltre che delle attività istituzionali svolte dalla Banca d'Italia, degli intermediari partecipanti che condividono il patrimonio informativo della CR e lo utilizzano per la valutazione del rischio di credito della clientela.

Per limitare l'onere derivante dalla partecipazione alla CR sarebbe utile prevedere espressamente nella legge, in sede di conversione, che i nuovi intermediari possano partecipare alla Centrale dei Rischi per il tramite di banche o altri intermediari finanziari che già aderiscono al sistema.

6. Conclusioni

Dall'insieme delle modifiche introdotte dal decreto al regime fiscale e al diritto societario, le imprese potranno trarre incentivo alla quotazione. Il progressivo ampliamento degli strumenti e delle categorie di operatori da cui le imprese potranno ottenere credito facilitano l'afflusso di risorse a sostegno della crescita dell'economia. La Banca d'Italia, nell'ambito delle sue competenze, opererà affinché le innovazioni siano accompagnate da adeguati presidi dei rischi. Gli effetti di molte di queste misure richiedono tempo per manifestarsi e la loro efficacia dovrà essere valutata su un orizzonte di medio termine.

Date le caratteristiche del nostro tessuto produttivo, tuttavia, le banche continueranno a svolgere un ruolo centrale per il finanziamento delle piccole e medie imprese, per le quali le difficoltà di valutazione del merito di credito sono più elevate. Le misure contenute nel decreto si muovono nella direzione di sviluppare forme di collaborazione tra banche e altri investitori.

L'ammontare, la composizione e il costo dell'offerta di finanziamenti è in stretta relazione con le condizioni economiche delle imprese. Soltanto aziende redditizie e con buone prospettive di crescita possono raccogliere a condizioni vantaggiose capitali presso investitori esterni. Come ha ricordato il Governatore lo scorso maggio nelle Considerazioni finali "Riforme strutturali volte a rilanciare la crescita agevolerebbero il reperimento di capitale di rischio e incoraggerebbero gli imprenditori a impegnare risorse proprie, mostrando per primi fiducia nelle prospettive delle loro aziende".

