

SENATO DELLA REPUBBLICA
VI Commissione Permanente

Esame del ddl n. 674, recante:

“Interventi a sostegno della competitività dei capitali”

Audizione del prof. Giuseppe Vegas

Roma, 27 giugno 2023

•

Premessa

Il libro verde sulla competitività predisposto dal Governo lo scorso anno si prefiggeva lo scopo di agevolare lo sviluppo economico del Paese intervenendo sul settore finanziario, tra le altre proposte facilitando il *listing* delle imprese. A tal fine riconsiderando la disciplina del prospetto e il sistema degli *sponsor*, e valorizzando le potenzialità del digitale.

Sull'ultimo tema, è recentemente stato convertito in legge il decreto-legge c.d. *Fintech*, che consente di avere chiarezza sulle modalità di utilizzo e sui limiti dello strumento digitale nella finanza. Socchiudendo la porta ai nuovi prodotti, alle nuove piattaforme e ai nuovi meccanismi per realizzare le transazioni, lascia tuttavia sostanzialmente impregiudicata la questione delle modalità e dei limiti (eventuali) all'utilizzo dei *token*.

A differenza della *Banking Union*, il progetto europeo della *Capital Markets Union* si è sostanzialmente arenato. Il mercato dei capitali europeo oggi non è ancora competitivo sotto il profilo regolamentare con quello bancario. Neppure lo è, con riferimento alla massa dei capitali gestiti, rispetto a quelli continentali nordamericano ed asiatico. L'Europa pertanto non dispone, ad oggi, a differenza ad esempio degli Stati Uniti, di uno strumento di mercato efficiente per finanziare il sistema imprenditoriale.

Di conseguenza, il finanziamento delle imprese dipende ancora prevalentemente dal debito, più che dalla partecipazione al capitale di rischio. Come si può constatare dal notevole successo, in questa fase, delle emissioni obbligazionarie delle società, ivi compresi i cd. *minibond*, da parte di quelle di minori dimensioni, nonché dalla crescita di importanza della funzione di coordinamento della ricerca e di fornitura di capitali da parte di banche di affari e delle imprese di *venture capital*.

Il mercato europeo risulta inoltre appesantito a causa dell'accresciuto, seppur assolutamente condivisibile, rigore delle regolamentazioni e dei controlli sul settore. Ed è inoltre ostacolato dalla concorrenza degli intermediari non bancari e dall'offerta creditizia, ancora *in nuce*, ma di prossimo impetuoso sviluppo, delle *Big Tech*.

La mancanza di un vero mercato dei capitali unico ha permesso la realizzazione, in Europa di un sistema scoordinato, nel quale, mentre la regolamentazione si va sempre più omogeneizzando, la *compliance* e la vigilanza tendono al "fai da te" in ciascuna giurisdizione. Con la conseguenza che si è permessa la formazione di una realtà che consente, e anche favorisce, la scelta "*a la carte*" da parte delle imprese della giurisdizione più conveniente e la competizione tra i diversi Stati continentali, finalizzata ad accaparrarsi – grazie a controlli meno stringenti, regimi fiscali di favore e un forte alleggerimento degli oneri amministrativi - imprese e relative quotazioni, in una competizione, non sempre ispirata ai principi di *fairness* che dovrebbero caratterizzare la concorrenza.

La fuga dalla Borsa

Le condizioni macroeconomiche in cui operano le imprese italiane sono note, così come lo è il livello di incertezza relativamente alle prospettive future (guerra, forniture di materie prime e mercati di sbocco, inflazione e restrizione del credito, disponibilità di manodopera e regime fiscale).

In questo quadro, non può stupire che si constati al preoccupante fenomeno, sul quale è indispensabile operare una riflessione, di una certa ritrosia da parte di molte imprese nazionali a quotarsi e del frequente abbandono di molte di esse. Contemporaneamente, si assiste alla fuga di un numero non elevato, ma significativo, soprattutto per dimensioni e qualità, di aziende per trasferire la loro quotazione all'estero, in Paesi a loro dire più ospitali. In sostanza, la Borsa in Italia rappresenta sempre meno – basta osservare il decrescente livello della sua capitalizzazione in rapporto al Pil – il volto del capitalismo di successo. Verrebbe da domandarsi se per una impresa quotarsi in Borsa sia ancora sexy.

In merito, si deve inoltre osservare che, considerato il preoccupante numero di abbandoni del segmento di Borsa principale, l'*Euronext Milan*, risulta arduo ritenere che il suo impoverimento possa essere sostituito dal successo del segmento *Euronext Growth Milan*, quello dedicato al primo approccio delle imprese, prevalentemente di modeste dimensioni, con il mercato regolamentato. Ciò in considerazione del regime di controlli molto meno incisivo (ad esempio non sono previsti né autorizzazioni, né controlli da parte di CONSOB), della semplificazione della procedura di quotazione, della circostanza che la fase di ammissione è riservata agli investitori istituzionali, che il flottante può essere limitato ed infine che si tratta di titoli i quali, una volta quotati, sono scarsamente o per nulla trattati. EGM sicuramente rappresenta per molte imprese il

primo gradino nel magico mondo della Borsa e l'occasione per farsi conoscere e crescere. Ma non tutte arrivano in alto.

Sul tema, non può poi passare inosservata la circostanza che spostare la quotazione da Milano ad Amsterdam o Parigi risulta oggi assai facilitato dal fatto che queste Borse appartengono alla medesima società di gestione. Il trasferimento risulta agevolato dalla semplificazione della procedura per il *listing* di tutte quelle imprese che abbiano spostato, o intendano farlo, la sede legale in quei Paesi.

Inutile sottolineare come quest'ultima circostanza, unita alla situazione generale sopra illustrata, induca a non essere particolarmente ottimisti circa lo sviluppo del mercato finanziario di Milano e sui relativi riflessi sull'indotto.

La competitività del sistema finanziario

Come risulta da un recente studio di *Ernest Young*, i motivi della scarsa competitività del sistema italiano possono farsi risalire ai seguenti rischi, che, ad avviso degli imprenditori intervistati, hanno influenzato maggiormente i loro piani di investimento nel 2023:

Rallentamento della crescita in Europa	45%
Livello del debito pubblico	44%
Andamento dei tassi di interesse	39%
Guerra in Ucraina	34%
Dinamiche del mercato del lavoro	34%
Persistenza della pandemia da Covid-19	32%
Difficoltà di approvvigionamento	27%
Aumento dei costi dell'energia	24%
Inflazione e impatto sui consumi	22%.

Il tema, dunque, è quello di accrescere la competitività del sistema finanziario italiano e di renderlo maggiormente attrattivo nei confronti dei competitori esteri. Si tratta di questione fondamentale per lo sviluppo economico, ma che non può essere affrontata con poche misure risolutive. Essa postula una vasta trasformazione ordinamentale, ma anche un approccio culturale diffuso maggiormente orientato a comprendere le ragioni del mercato rispetto a quelle dei portatori di interessi specifici.

In ogni caso, a fronte della complessità di questi temi, risulta condivisibile l'approccio governativo, che ha preferito passare a definire rapidamente le questioni che permettono una rapida soluzione, lasciando ad un ragionamento più meditato quelle di maggiore complessità. Tenendo tuttavia sempre presente che comunque si tratta di materie che andranno affrontate in tempi compatibili con gli obiettivi di politica economica perseguiti.

Ciò non di meno, l'odierna potrebbe essere l'occasione per affrontare anche alcuni altri temi di possibile rapida considerazione e soluzione: è il caso delle misure finalizzate allo sviluppo della finanza sostenibile o degli investimenti di casse e fondi pensione nell'economia reale. In merito, si può ricordare che in alcuni paesi europei è reso addirittura obbligatoria la partecipazione dei fondi pensionistici e degli altri grandi investitori pubblici al capitale di rischio di *small cap* non quotate, anche se in proporzioni limitate ma significative, al fine di stabilizzare il mercato in questo segmento e di favorire le iniziative imprenditoriali che si sviluppano nel territorio.

Si tratterebbe, se adottata anche da noi, di una misura utile sia per consentire alle imprese piccole e medie di accrescere, grazie all'affidabilità conquistata in conseguenza dell'investimento pubblico di cui sono oggetto, la loro dotazione di capitale di rischio, rendendole per tal via più resilienti ed orientate allo sviluppo, sia, e forse soprattutto, per avviarle verso un circuito virtuoso di trasparenza, che consenta loro di accedere più facilmente al mercato dei capitali – non costringendole necessariamente a dipendere, come avviene oggi, da investitori istituzionali quasi esclusivamente di provenienza estera - strutturarsi più adeguatamente e divenire contendibili.

Ne risulterebbe agevolata anche la risoluzione del problema della valutazione, nei portafogli e nei trasferimenti, del valore dei titoli illiquidi. Si potrà iniziare a stimarli con maggiore accuratezza, rendendoli utilizzabili per formare i portafogli, almeno in una prospettiva temporale ragionevole, da parte di fondi ed investitori *retail*.

Investitori, questi ultimi, che, pur rappresentando la vera forza della nostra economia, non godono di una ampia possibilità di scelta autonoma dei prodotti – non solo in conseguenza dei precetti della Direttiva MIFID - dovendo troppo spesso dipendere dalle decisioni degli intermediari. Considerare con maggiore attenzione gli orientamenti della clientela *retail*, tenendo fermo un rigido controllo sul *mis-selling* di produttori e distributori, potrebbe portare ad una crescita più stabile e consapevole del mercato.

Perché dunque la normativa proposta nella presente iniziativa governativa consegua il successo sperato, sarebbe assai utile che venisse rapidamente accompagnata dalla altra misure richieste dalla situazione. Si tratta di quelle misure che, pur non essendo sempre strettamente specifiche al settore finanziario, risultano indispensabili per modernizzare il tessuto economico italiano e renderlo competitivo. A cominciare dalla messa in sicurezza dei conti pubblici (tema oggetto di attuali condivisibili interventi), dalla modernizzazione e digitalizzazione della pubblica amministrazione e dalla trasformazione del sistema giudiziario verso una maggiore considerazione, non solo nei tempi, delle ragioni connesse al sistema-imprese.

Il fisco

Qualche considerazione può essere svolta in tema fiscale, questione che si intreccia con l'apposito provvedimento all'esame del Parlamento. Risulta costume diffuso quello di avanzare richieste di detassazioni, agevolazioni e sussidi, anche per il settore finanziario. Si tratta di strumenti che spesso hanno funzionato. E anche bene, come è stato ad esempio il caso dei Pir. Tuttavia, l'utilizzabilità di un siffatto metodo deve essere comparata con l'utilizzo complessivo che si vuol fare delle risorse fiscali e del loro quantum.

In ogni caso, un alleggerimento della pressione fiscale sui prodotti finanziari può risultare desiderabile, come, d'altra parte lo è in ogni campo. Anche se probabilmente non costituirebbe la "pallottola d'argento" per rilanciare il mercato interno.

Occorre, ove si intenda intervenire in materia, maneggiare con cura il regime esistente, per evitare il rischio che il timore di un futuro trattamento penalizzante induca alla fuga di risparmiatori ed operatori. In particolare, non è dato finora comprendere compiutamente come si applicherà la prevista aliquota unica sui redditi finanziari, e specificamente quali saranno gli effetti sul mercato dei beni e servizi che potranno risultare penalizzati da un incremento di imposizione. Se scopo dell'omogeneizzazione del trattamento fiscale è quello di favorire la concorrenza tra i diversi prodotti, occorrerebbe spiegare la ragione per cui alcuni emittenti sarebbero "più uguali" degli altri, come lo sono, ad esempio, i titoli di Stato. Resta comunque il fatto che cancellare le misure distorsive del mercato, come la cd, "Tobin-tax", risulta necessario se si vuole evitare di scoraggiare a priori gli investitori esteri e di spingere quelli nazionali a delocalizzare la sede di contrattazione dei loro investimenti.

Le scelte del ddl

Il contenuto del testo all'esame è in gran parte condivisibile. Non mi soffermerò pertanto sulle ipotesi normative che non si offrono a rilievi, come, ad esempio, la responsabilità del prospetto e le misure di semplificazione, ma esclusivamente su quelle che presentano qualche grado di criticità.

Tuttavia, non si può non rilevare che il ddl, che si muove nell'ambito della indispensabile scelta a favore di una più incisiva apertura al mercato e alle sue regole del sistema finanziario italiano, rispetto a quella della ricerca della tutela di settori o di singole imprese, non sembra percorrere costantemente, in tutta la normativa proposta, la strada propugnata.

In proposito, si possono rilevare alcune contraddizioni tra il testo ed i propositi resi espliciti nella sua relazione illustrativa. Esaminiamo tre questioni.

Innanzitutto, il tema delle assemblee societarie "chiuse". Se si trattava di una modalità condivisibile in tempi di Covid, a fronte di una situazione ormai normalizzata limitare i diritti degli azionisti, con particolare riferimento a quelli delle minoranze - ma anche a quelli del portatore di una singola azione, che pur tuttavia rappresenta una parte, anche se infinitesima del capitale – esclude l'unica forma di riconoscimento del loro diritto all'informazione. Nulla *quaestio* sull'opportunità di comunicare con anticipo i quesiti, ma la finalità di tale procedura potrebbe risultare conculcata dall'affidamento preventivo ad un soggetto terzo del compito di esprimere il voto sugli argomenti all'ordine del giorno dell'assemblea.

Analogamente, estendere la fattispecie, già prevista del voto multiplo, che tra l'altro è ammessa solo per un periodo di tempo limitato, per consentire il voto plurimo – fino a dieci espressioni di voto per ogni azione – se certamente rafforza i poteri dei “vecchi” azionisti, scoraggia l'entrata di nuovi soggetti, che dovrebbero solo pagare senza influire sulla gestione della società. Sono ben facilmente intuibili le ragioni di stabilità che ne sottendono la proposta. E d'altronde è stata accolta con favore dagli interessati. Tuttavia, è difficilmente credibile – e l'esperienza francese lo dimostra – che possa favorire la ricapitalizzazione delle aziende. Come ci ricorda il caso della “serrata” del Maggior Consiglio della Serenissima nel 1297, l'ereditarietà della carica e l'esclusione dei *newcomers* dall'organo supremo dei reggitori della Città portò al suo declino, piuttosto che al suo sviluppo.

Fattispecie non molto dissimile a quella della cosiddetta “lista del consiglio”, finalizzata all'elezione delle cariche sociali nelle imprese. Si tratta di una metodologia rispetto alla quale l'Autorità di controllo del mercato si è dichiarata neutrale. Essa consiste in una prassi che ha come scopo quello della perpetuazione della gestione dell'impresa. Ipotesi difficilmente conciliabile con il proposito della sua apertura al mercato. In ogni caso, il metodo potrebbe essere razionale nell'ipotesi in cui l'azionariato sia particolarmente frammentato, nel caso delle cd. *public companies*. Esso però dovrà essere gestito con estrema attenzione dal *management* dell'impresa e accuratamente controllato dall'Autorità, evitando che possa sortire l'effetto di alterare la *par condicio* tra le parti in occasione del voto.

In ragione della circostanza che la disciplina delle fattispecie sopra delineate riguarda tutte le imprese, piccole e grandi, si potrebbe ipotizzare una qualche differenziazione di trattamento. In considerazione, ove lo si ritenesse, dell'opportunità di offrire alle imprese di minore dimensione, con particolare riferimento a quelle che si affacciano per la prima volta ai mercati regolamentati, il tempo per rafforzare la stabilità dell'azionariato originario. Una soglia relativa alla capitalizzazione, eventualmente coincidente con quella prevista dal ddl per la definizione di piccola impresa, potrebbe costituire un riferimento adeguato alla bisogna.

Quanto al tema della bastevolezza della maggioranza semplice per procedere ad aumenti di capitale (art. 8), naturalmente ne potrà derivare una incrementata aggressività della società nella competizione. Ma potrebbe anche essere favorita la sua capitalizzazione per far fronte a situazioni di difficoltà, eventualmente provocate dagli stessi soggetti che invocano la ricapitalizzazione. Inoltre, l'effetto diluitivo che generalmente ne discende a danno dei soci che non possono o non vogliono partecipare all'aumento, potrebbe modificare irreparabilmente, ad opera di una minoranza organizzata ed in mancanza di una ampia condivisione, l'assetto proprietario dell'impresa, probabilmente in danno di una o più componenti dell'azionariato.

Si pone, a questo punto, la questione del voto dei Fondi che partecipano al capitale della società. Poiché i Fondi svolgono una funzione fondamentale per la stabilità e lo sviluppo delle imprese in cui investono, è opportuno che non diano adito a possibili conflitti di interesse. Fattispecie che potrebbe realizzarsi nel caso in cui gli stessi basassero le loro decisioni su studi relativi alle condizioni di esercizio della società, realizzati da soggetti a loro legati. In questo caso, si potrebbe delineare un'ipotesi di conflitto di interesse. Soprattutto in occasione delle assemblee in cui vengono designati gli organi societari. Laddove, ad esempio, detti Fondi propendano ad assicurare il loro consenso a liste che non li rappresentano direttamente.

Va inoltre considerato che parte non secondaria della responsabilità di tali possibili accadimenti, dipende anche dalla metodologia di voto generalmente utilizzata dalle imprese di grandi dimensioni, quella del voto di lista. Si tratta di un sistema elettorale, finalizzato a realizzare un'ipotesi di sostanziale cooptazione, che mira a rendere granitico il consenso del CdA nei confronti delle decisioni del vertice dell'azienda e non consente la scelta comparativa tra le diverse candidature. Tanto più quando alla prima lista, quella che ha ottenuto il maggior numero di voti, è riservata la quasi totalità dei posti disponibili. Tra l'altro, si tratta di una modalità in palese contrasto con la sempre più declamata, soprattutto in questo periodo storico, affermazione che solo grazie alla diversità nella composizione degli organi e alle differenziate professionalità delle persone che li compongono le imprese potranno essere in grado di comprendere meglio la realtà che le circonda e di operare le scelte più efficaci. Probabilmente un sistema elettorale proporzionale e riferito alla scelta di singoli candidati potrebbe dimostrarsi più rispondente a criteri di efficiente diversificazione, consentendo per tal via di aprire il consiglio alle molteplici esperienze presenti sul mercato. In ogni caso, al fine di tutelare le ragioni della maggioranza, nulla osterebbe alla previsione di un premio, in termini di posti in consiglio, alla compagine che ottiene più voti. Va da sé che, mentre rappresenta una prassi consuetudinaria nella vita delle società, l'affitto temporaneo di azioni, se utilizzato al solo scopo di indirizzare le scelte dell'assemblea, potrebbe

portare a distorsioni nell'espressione del voto, specificamente a vantaggio della parte dotata di maggiori risorse finanziarie.

Audizione 6 Commissione**
27.06.2023