

Indagine conoscitiva sui mercati finanziari al servizio della crescita economica

Audizione del Presidente AIFI – Prof. Innocenzo Cipolletta

Commissione Finanze della Camera dei Deputati

Videoconferenza, 29 luglio 2020

AIFI è l'associazione che raggruppa il mondo del Private Capital e che fornisce supporto, attraverso i fondi di private equity, venture capital e private debt, alle nostre imprese non quotate.

Tali operatori selezionano le imprese attraverso rigorosi criteri di mercato, in modo da individuare iniziative ad alto potenziale e prospettive di sviluppo. Trattandosi di soggetti che assumono il rischio imprenditoriale a fianco dell'imprenditore e dei manager delle aziende, il finanziamento è di medio-lungo termine, caratteristica che ben si sposa con le metriche dei piani di sviluppo industriale. Questi fondi apportano non solo capitali, ma anche consulenza e competenze strategiche per contribuire alla realizzazione dei progetti aziendali.

Ricordo anche che queste operazioni hanno un impatto di rilievo sul nostro sistema economico. Una recente analisi evidenzia, infatti, come le aziende che hanno ricevuto supporto da parte di un fondo abbiano registrato, negli ultimi cinque anni, un tasso di crescita del 5,1% dell'occupazione e del 5,5% del fatturato.

Il Private Capital può essere, dunque, prezioso in questa fase di recupero delle imprese italiane perché può apportare capitali ed esperienze che consentano la crescita patrimoniale delle imprese che usciranno dalla crisi con un forte indebitamento nei confronti del sistema bancario, anche grazie ai necessari interventi del Governo volti a favorire la liquidità delle aziende.

A questo proposito, riconosciamo gli importanti sforzi compiuti dal Governo che ha colto in pieno questa necessità di ricapitalizzazione delle imprese, promuovendo misure di carattere fiscale e interventi diretti del soggetto pubblico.

Abbiamo peraltro, in diverse sedi, sottolineato come sia necessario che l'intervento pubblico avvenga pari passu, al fine di evitare un effetto di spiazzamento degli operatori privati, e che non siano previsti per il soggetto pubblico diritti di governance.

Noi crediamo, peraltro, che la via maestra per ricapitalizzare le imprese resti il mercato, evitando così che lo Stato si impegni, al di là di casi fisiologici, nel capitale di imprese private da cui poi risulta difficile l'uscita, mentre non sono improbabili i rischi di una distorsione del mercato.

Da sempre l'Italia ha un mercato molto efficiente di operatori privati, ma ridotto rispetto ad altri contesti economici comparabili. Basti pensare che il mercato francese ha raccolto lo scorso anno 10 volte le risorse degli operatori italiani, investendo volumi pari a circa 3 volte e che la Germania ha raccolto circa il triplo delle nostre risorse, per un valore degli investimenti pari al doppio di quello italiano. Senza citare l'esperienza anglosassone che mostra numeri ancora più rilevanti.

Sempre a titolo di confronto, si consideri che lo scorso anno sono stati investiti in Italia dagli operatori di private equity 7,2 miliardi di euro in 272 società, a confronto con i 19,3 miliardi di euro investiti in Francia in 2.314 società.

Eppure, l'Italia resta un paese che produce un livello di risparmio molto elevato e che ha avviato un processo di accumulazione di risparmio previdenziale necessario per il futuro dei lavoratori, che tuttavia difficilmente riesce ad arrivare alle nostre imprese, mentre è troppo spesso investito in imprese straniere, oltre che in titoli pubblici di debito.

In una fase storica come l'attuale si pone il problema di come favorire una remunerazione positiva di questo risparmio che deve garantire la sicurezza di molte famiglie italiane.

Bisogna, pertanto, conciliare l'obiettivo della corretta remunerazione del risparmio previdenziale nel medio-lungo periodo con quello del rapido sostegno al sistema imprenditoriale e all'innovazione, che può, a sua volta, alimentare una crescita in termini di volumi di contributi previdenziali e assistenziali.

La via per ricondurre parte, limitata ma rilevante, di questo risparmio verso le PMI italiane, in particolare quelle non quotate, passa attraverso una serie di misure che vedano il Governo impegnato a favorire questo processo.

Come dimostrano le ricerche a livello internazionale, il modello del Private Capital (private equity, venture capital e private debt), impiegando il risparmio di investitori privati e istituzionali, è in grado di innescare un circolo virtuoso che alimenta la creazione di ricchezza e il ritorno per gli investitori nel medio-lungo periodo.

Di seguito riportiamo alcune proposte di intervento per il rilancio del Paese che riconoscano la centralità degli strumenti di Private Capital.

1) Semplificare il quadro regolatorio per gli operatori del settore

Per far sì che i gestori di fondi di Private Capital operino a condizioni equivalenti rispetto a quelli degli altri Paesi e che non vi siano svantaggi concorrenziali occorre implementare le disposizioni comunitarie con la necessaria proporzionalità e senza prevedere irrigidimenti. La prossima revisione della direttiva sui gestori di fondi alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive), in particolare, potrà essere l'occasione per una semplificazione del quadro regolatorio, soprattutto per i gestori con asset più contenuti, che nel nostro Paese investono in imprese di medio-piccole dimensioni. Anche nell'adozione del Regolamento comunitario 2088/2019, contenente gli obblighi di informativa sulla sostenibilità, è opportuna un'applicazione graduale e proporzionata per gli intermediari.

Si richiede, più in generale, di evitare un'assimilazione del nostro settore a quello degli intermediari bancari, visto il differente modus operandi e le diverse peculiarità dimensionali.

2) Implementare interventi pubblico-privati

Come dimostrato dalle migliori best practice internazionali, gli interventi pubblico-privati, cioè l'intervento pubblico nella forma indiretta attraverso la creazione di fondi di fondi, sono senza dubbio da preferire. L'obiettivo dovrà essere quello di promuovere il mercato in tutte le sue molteplici forme, cioè come interventi di private equity, venture capital, private debt e infrastrutture. Riconoscendo che una corretta attenzione è stata data all'ecosistema dell'innovazione e del venture capital, si richiede che lo stesso impegno venga dedicato a

rafforzare tutte le asset class. Con riferimento ai fondi pubblici ad oggi istituiti, e in particolare al “Patrimonio Rilancio”, è opportuno che una parte o anche un comparto specifico sia destinato a svolgere l’attività di “fondo di fondi”. In questo modo si potrebbe beneficiare di un effetto leva sulla raccolta dei fondi target che consentirebbe di moltiplicare le risorse per le imprese, utilizzando al meglio le risorse professionali sviluppate dal settore e, ove possibile, promuovendo anche nuovi operatori professionali.

3) Agevolare fiscalmente l’investimento da parte degli investitori istituzionali

Si ritiene necessario stimolare gli investitori istituzionali italiani (fondi pensione, enti previdenziali, compagnie assicurative), in quanto investitori di lungo-periodo, ad ampliare gli investimenti in economia reale nel nostro Paese, attraverso l’allocazione in fondi alternativi. L’impegno degli investitori istituzionali domestici è senza dubbio ancora fortemente inespresso sul Private Capital e, indirettamente, ciò si riflette anche sul potenziale impatto sull’economia reale domestica.

Il sistema previdenziale dovrebbe poter beneficiare di un credito d’imposta per gli investimenti in fondi che investano nelle PMI. Questo ricompenserebbe la perdita di liquidità che tali investitori subiscono con questa tipologia d’investimento, ma darebbe loro l’accesso a rendimenti decisamente superiori a quelli offerti da altre asset class. Questo intervento fiscale potrebbe essere reso ancora più incisivo se inserito entro una strategia di moral suasion intrapresa dal Governo per spingere gli investitori istituzionali ad assumere un maggiore impegno nell’investimento in aziende nel nostro Paese, attraverso fondi specializzati. Questo porterebbe a creare un circolo virtuoso sull’occupazione e sulla ricchezza.

4) Favorire il sistema assicurativo affinché l’investimento in Private Capital non assorba troppo patrimonio

Anche il comparto assicurativo è in alcuni Paesi, come la Francia che ha in passato perseguito una forte moral suasion per coinvolgere tali soggetti nel finanziamento dell’economia reale attraverso fondi specializzati, un canale di raccolta di rilievo per questi strumenti.

Tuttavia, da confronti avuti con alcune compagnie assicurative e dal dialogo avviato con Ania sembra che il parametro (risk capital charge) che viene considerato come riferimento per l’investimento in fondi di private equity e venture capital da parte del comparto assicurativo sia il 49%, nonostante a livello europeo e in altri Paesi si prenda come riferimento il 39%. Si suggerisce dunque di cercare di rendere lo stesso parametro allineato ai più recenti orientamenti.

Merita anche sottolineare che il Considerando 2 del Regolamento delegato UE 2019/981 della Commissione dell’8 marzo 2019, che introduce modifiche al calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità delle compagnie assicurative, precisa come “...Il trattamento prudenziale del private equity e del debito a collocamento privato dovrebbe essere modificato al fine di rimuovere gli ostacoli ingiustificati agli investimenti in tali classi di attività”. Inoltre, all’art. 171-bis, lo stesso Regolamento cita la possibilità per le compagnie di trattare un sottoinsieme degli investimenti in strumenti di capitale come investimenti a lungo termine, associati ad un

assorbimento di capitale pari al 22%, al ricorrere di determinate condizioni. Anche tale possibilità andrebbe esplorata e correttamente utilizzata, come sta accadendo nell'esperienza francese.

5) Favorire l'investimento in Private Capital da parte degli investitori privati di fascia alta

L'introduzione dei PIR alternativi genera un incentivo fiscale potenzialmente in grado di fare affluire i capitali degli investitori *private* di "fascia alta", che da tempo esprimono la necessità di diversificare la propria asset allocation, verso gli investimenti alternativi. Al contempo, attraverso l'intervento di fondi specializzati, nuove risorse potrebbero essere rese disponibili per progetti di crescita e ricapitalizzazione delle nostre PMI non quotate. Per facilitare tale afflusso sarebbe poi necessario completare il quadro regolamentare recependo quanto previsto dalla consultazione avviata dal Dipartimento del Tesoro lo scorso giugno sull'abbassamento delle soglie minime di investimento per gli investitori privati in fondi in riservati da 500.000 a 100.000 euro. Come proposto dal Dipartimento l'abbassamento potrebbe essere accompagnato dal vincolo di concentrazione pari al 10% del portafoglio dell'investitore. Inoltre, AIFI ha suggerito di eliminare il requisito, proposto nel testo in consultazione, che vincola l'accesso dell'investitore ai prodotti alternativi esclusivamente nell'ambito di un rapporto di consulenza finanziaria, criterio che non è previsto a livello europeo e potrebbe disallineare il nostro contesto rispetto a quello comunitario.

6) Legittimare l'utilizzo di fronting structures per sbloccare il mercato delle acquisizioni

La sentenza n. 12777 del 22 marzo 2019 della Corte di Cassazione, pronunciandosi su una fattispecie del tutto estranea alle operazioni di acquisizione, solleva il dubbio che, in analogia, sia contestabile il ricorso a strutture IBLOR (che prevedono l'intervento di una banca italiana come fronting structure) nell'ambito di operazioni di finanziamento e di acquisizioni. Tale tema ha quindi rilevanza per i fondi di investimento, per le imprese che effettuano tali operazioni nonché per le banche che sono coinvolte nel finanziamento.

AIFI ha da tempo in corso un confronto istituzionale per legittimare l'utilizzo di queste strutture, dal momento che la sentenza sta avendo come effetto indesiderato quello di bloccare il mercato delle acquisizioni, con grave danno per le aziende che cercano liquidità per proseguire nei loro piani di sviluppo e di crescita.

Come asserito di recente da Assonime del Caso 6/2020 "Operazioni di acquisizione con indebitamento e uso di fronting structure: alcune questioni aperte da una recente sentenza della Corte di Cassazione", appare auspicabile, per migliorare la chiarezza del contesto normativo per gli operatori finanziari, definire un quadro giuridico certo che assicuri la legittimità delle suddette operazioni, tipizzandole e prevedendo una specifica ipotesi di esenzione dalla riserva di attività bancaria ai sensi dell'art. 106 TUB, subordinata al rispetto di una serie di condizioni minime.