

CAMERA DEI DEPUTATI
COMMISSIONE DI VIGILANZA CASSA DEPOSITI E PRESTITI

**INDAGINE CONOSCITIVA CONCERNENTE IL "RUOLO DI CDP A
SUPPORTO DEL SISTEMA DELLE IMPRESE", CON PARTICOLARE
RIFERIMENTO ALL'OPERATIVITÀ DEL "PATRIMONIO RILANCIO"**

Audizione del Direttore Generale dell'ABI
Dott. Giovanni Sabatini

15 aprile 2021

INTRODUZIONE

Illustre Presidente, Onorevoli Deputati,

consentitemi innanzitutto di ringraziarvi, a nome dell'Associazione Bancaria Italiana e del presidente Antonio Patuelli, per la possibilità di sviluppare alcune riflessioni sulle iniziative al momento in corso volte a favorire una robusta e duratura ripresa economica dopo la crisi pandemica.

Sebbene le imprese del settore non finanziario abbiano affrontato la crisi in una condizione di migliore solidità finanziaria, raggiunta negli anni scorsi, è oggi essenziale adottare, a favore delle imprese significativamente impattate dalle conseguenze economiche della pandemia, misure volte a riequilibrare la struttura finanziaria a rafforzarne la patrimonializzazione, anche favorendo apporto di capitale di terzi e l'accesso ai mercati dei capitali.

Il ricorso a nuovi mezzi propri consente inoltre di diversificare le fonti di finanziamento ed ottimizzare la struttura finanziaria e, laddove si accompagni all'ingresso di investitori istituzionali, accelerare altresì processi interni di trasparenza, di articolazione organizzativa e crescita delle professionalità e creazione di valore per gli azionisti.

Incentivare la solidità della struttura finanziaria delle imprese è fondamentale sia per attutire eventuali effetti negativi in relazione alle situazioni emergenziali, sia ai fini della crescita delle imprese stesse per consentire loro di cogliere le occasioni per effettuare nuovi investimenti, acquisizioni strategiche e più in generale per far fronte alle sfide competitive, incluse quelle della transizione digitale e verso modelli di business più sostenibili sotto i profili ambientali e sociali.

Le considerazioni che seguono, dopo un riferimento al contesto di mercato attuale, si soffermano su alcune caratteristiche degli strumenti del Patrimonio Destinato e sul ruolo che le banche possono svolgere nell'operatività degli stessi. Sono inoltre riportati alcuni riferimenti ad altre iniziative già esistenti, anche a livello europeo, che possono concorrere a creare un quadro di possibili sinergie di interventi per la crescita delle imprese italiane.

CONTESTO DI RIFERIMENTO

Nello scorso decennio in Italia si era avviata una positiva evoluzione della struttura finanziaria delle imprese, con un significativo incremento della patrimonializzazione e una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento. Basti qui ricordare, per quanto riguarda la patrimonializzazione, che nel periodo tra il 2011 e il 2019 la riduzione della

leva finanziaria è stata di oltre dieci punti percentuali (scesa da quasi il 50 al 39 per cento).

Ciò nonostante, lo shock epocale originato dalla pandemia ha determinato un fabbisogno eccezionale di liquidità e risorse finanziarie, che il settore bancario – anche avvalendosi degli strumenti messi a disposizione dalle politiche pubbliche - ha erogato in misura straordinaria.

Sulla base dei più recenti dati disponibili, le richieste al Fondo di garanzia per le PMI ammontano, al 12 aprile 2021, ad oltre 153 miliardi, per oltre 1 milione e 879 mila domande (di cui oltre un 1,1 milioni per prestiti fino a 30 mila euro). A queste si aggiunge lo strumento della "Garanzia Italia", concessa da Sace, per un valore di circa 22,6 miliardi (al 7 aprile) a fronte di 1.772 richiedenti. Al 26 marzo scorso, le moratorie ancora in essere a favore delle imprese ammontavano a circa 130 miliardi, su circa 1,2 milioni di richieste di moratorie di pagamento da queste ricevute per un ammontare di circa 188 miliardi (su un totale che sfiora i 300 miliardi includendo anche le altre categorie di clienti).

È del tutto evidente, alla luce dell'evoluzione della situazione sanitaria, che il riavvio delle attività temporaneamente sospese o condizionate richiederà ancora del tempo, per cui è essenziale – come peraltro unanimemente riconosciuto dalle istituzioni italiane ed europee - che le misure di supporto vengano mantenute.

Altrettanto essenziale sarà progettare accuratamente il ritiro di queste misure, affinché avvenga con la necessaria gradualità e sia accompagnato dagli interventi necessari a creare le condizioni per far sì che le imprese possano riequilibrare la struttura finanziaria tornando a incrementare la dotazione patrimoniale e possano avere migliore accesso a fonti di finanziamento alternative al canale bancario, in un'ottica di diversificazione.

Gli effetti dell'emergenza sanitaria hanno inciso sulla redditività di molte imprese industriali italiane. Le imprese hanno potuto gestire il maggior fabbisogno di liquidità anche grazie alle garanzie pubbliche su finanziamenti in essere o nuovi finanziamenti cui si è detto sopra.

Si è quindi determinato un aumento dell'indebitamento il cui peso può incidere nel medio periodo sulla struttura finanziaria delle imprese e sulle capacità reddituali: occorre quindi, in vista della ripresa, identificare e attivare strumenti e misure volti a rafforzare il capitale e diversificare le fonti di indebitamento. L'aumento dell'indebitamento delle imprese rende necessarie sia una rimodulazione della durata/struttura dell'indebitamento, sia nuove

risorse a titolo di capitale per ridurre il grado di leva, ora cresciuto nelle nostre imprese.

E' importante quindi in questa fase valorizzare il ruolo che le banche esercitano, in aggiunta all'attività di finanziamento, attraverso l'attività nei mercati finanziari, agendo come intermediari tra le imprese ed il mercato dei capitali, con l'attività di assistenza/consulenza nella raccolta di risorse tramite strumenti finanziari nell'ambito di operazioni di Capital Markets, ma anche, in alcuni casi, come investitori diretti ed indiretti degli strumenti finanziari emessi (in caso ad es. di operazioni di private capital). A tal fine, è necessario agire in tre direzioni: i) rendere più efficienti i mercati per consentire alle imprese di collocare il capitale di rischio e diversificare le fonti di debito e gestire i rischi; ii) sviluppare ulteriori interventi per lo sviluppo dei mercati azionari e obbligazionari, europei e nazionale; iii) migliorare il quadro normativo/regolamentare europeo/nazionale per favorire l'afflusso del risparmio istituzionale verso l'economia reale.

Un recente studio dell'*Association for Financial Markets in Europe* (AFME)¹ stima, infatti, che le imprese europee avranno bisogno di circa 1.000 miliardi di euro di capitale, di cui 175 in Italia, per avviare la ripresa economica. Considerato che nel prossimo biennio le istituzioni europee, tramite ad es. NextGeneration EU, metteranno a disposizione 400-550 miliardi, ne consegue che occorrerà mobilitare ulteriori 450-600 miliardi di euro di capitale.

L'INIZIATIVA DEL PATRIMONIO RILANCIO PER FAVORIRE LA PATRIMONIALIZZAZIONE DELLE IMPRESE

In questo contesto si inserisce l'iniziativa del Patrimonio Rilancio che, in una logica di intervento pubblico/privato, servirà a dare attuazione ad operazioni di sostegno e rilancio del sistema economico-produttivo italiano, in conseguenza dell'emergenza epidemiologica da "Covid-19", attraverso il sostegno finanziario e/o il rafforzamento del profilo patrimoniale delle imprese non finanziarie aventi sede legale in Italia, con fatturato superiore a 50 milioni di euro ed in possesso di determinati requisiti previsti nella normativa di riferimento.

Si tratta di una misura positiva che incentiva il ricorso da parte delle imprese ai mercati equity (sia quotato che non quotato), che in Italia hanno dimensioni relativamente contenute, nonché più in generale avvicina le

¹ [https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME_COVID-19Recapitalisation2020%20\(1\).pdf](https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME_COVID-19Recapitalisation2020%20(1).pdf)

imprese ad operazioni di mercato su strumenti finanziari che rafforzano la struttura del capitale.

Al fine di perseguire lo scopo di cui sopra, è previsto che il Patrimonio Rilancio possa effettuare interventi sia nell'ambito dell'operatività temporanea prevista dal Framework normativo in materia di aiuti di Stato, sia nell'ambito dell'operatività a condizioni di mercato. La duplice operatività, pur condividendo larga parte degli strumenti finanziari adottabili (azioni, prestiti obbligazionari convertibili), si differenzia in maniera marcata per la natura dell'azione: una di salvataggio (*Temporary Framework*) l'altra di crescita (*Market Framework*)².

Operatività in base al quadro normativo temporaneo europeo

Le banche saranno chiamate a svolgere un importante ruolo nelle istruttorie degli interventi del Patrimonio Rilancio effettuati nell'ambito del quadro normativo europeo sugli aiuti di Stato sia in veste di intermediari sia in qualità di esperti indipendenti.

Più in particolare le banche, in qualità di intermediari, dovranno tra l'altro svolgere: (i) assistenza alle imprese nel completamento della richiesta di intervento ed istruttoria nella valutazione dei requisiti richiesti dalla normativa per l'ammissione agli interventi del Patrimonio Destinato; (ii) monitoraggio della documentazione prodotta periodicamente dall'impresa beneficiaria ai fini dell'attività di reporting tra cui l'autodichiarazione dell'Impresa Beneficiaria che attesta la permanenza di tutte le condizioni di accesso all'intervento previste .

Sebbene le procedure istruttorie previste per gli interventi da realizzarsi in base al Framework normativo europeo siano basate su dichiarazioni e documenti forniti dall'Impresa richiedente e siano state comunque semplificate, *le attività richieste agli intermediari comportano un ampio spettro di responsabilità posto che le stesse determinano l'utilizzo di risorse pubbliche.* È comunque da rilevare che tale tipologia di attività istruttoria non è del tutto nuova per le banche che hanno già in precedenza svolto analoghe

² Si rammenta che per la prima opzione sono previsti interventi tramite strumenti di capitale (azioni) o di "quasi capitale" (prestiti obbligazionari subordinati convertibili e convertendi, prestiti obbligazionari subordinati) sottoscritti dal Patrimonio Destinato. Ove, tuttavia, fosse presente un investitore su tali operazioni le stesse potranno essere perfezionate alle stesse condizioni previste per l'intervento diretto del Patrimonio destinato. Nell'operatività a mercato, oltre a coinvestimenti in prestiti obbligazionari convertibili con altri investitori istituzionali sono inoltre previste ulteriori differenti modalità di intervento dedicate ad investimenti diretti in imprese strategiche ed in società di rilevante interesse nazionale ed operazioni sul mercato secondario sempre in favore delle citate imprese nonché interventi indiretti per ristrutturazioni aziendali di società con prospettive di redditività nel medio/lungo periodo.

funzioni nell'ambito degli interventi finanziari assistiti da agevolazioni pubbliche.

Le banche potranno essere interessate a svolgere anche il ruolo di esperti indipendenti, chiamati a svolgere sia attività di determinazione del valore di mercato delle imprese con azioni non quotate su mercati regolamentati e di attestazione del piano di ristrutturazione presentato dalle imprese. Si tratta in questo caso di attività più vicine all'operatività di consulenti ed intermediari sui mercati finanziari che tuttavia dovranno essere in possesso di requisiti di esperienza derivanti da precedenti operazioni simili.

Come ABI abbiamo dato massima diffusione ai nostri associati in merito alle caratteristiche e modalità di intervento del Patrimonio Destinato e sono in corso proficue interlocuzioni con CDP per consentire alle banche di supportare al meglio l'operatività del Patrimonio Destinato.

Un ulteriore aspetto su cui si ritiene opportuno richiamare l'attenzione è quello della natura temporanea degli interventi relativi *temporary framework*. Il decreto di attuazione ha fissato termini ristretti di validità delle citate misure di aiuto: giugno e settembre 2021 in base agli strumenti (cfr. art. 6 del Decreto 3 febbraio 2021, n. 26). Si segnala invece che con la comunicazione n. C/2021/564 la Commissione Europea ha esteso la validità del quadro temporanei relativo alle misure di ricapitalizzazione COVID-19 fino al 31 dicembre 2021. Per evitare che tale circostanza crei situazioni di incertezza nell'operatività della normativa per le imprese e per le banche che hanno avviato interventi sulle procedure interne per operare in base a tale nuovo schema operativo, sarebbe opportuno intervenire prontamente.

Al riguardo sarebbe auspicabile, visto il prolungarsi della situazione pandemica, che il citato Decreto Ministeriale di attuazione del Patrimonio Rilancio venga emendato al fine di prevedere che la validità degli interventi legati al quadro temporaneo sia stabilita, non con un termine fisso da modificare di volta in volta, ma tramite un semplice rinvio alla validità del Temporary Framework europeo.

Operatività a mercato

Come anticipato, il Patrimonio Rilancio prevede, oltre al cd. "Temporary Framework", la possibilità di operare secondo il "Market Framework", con un orizzonte temporale di 12 anni.

Tale operatività, da effettuarsi in presenza di almeno un altro co-investitore privato e per un importo complessivamente non inferiore al 30% dell'importo totale dell'intervento richiesto dall'impresa proponente, ricalca lo schema del

c.d. investitore di riferimento (*anchor investor*) già adottata da CDP sul mercato dei capitali nonché per operazioni di “private capital” con l’obiettivo di catalizzare altri investitori istituzionali su alcuni investimenti, supplendo in tal modo in parte alla carenza di investitori qualificati domestici specializzati in tale asset class. È tuttavia previsto che il Patrimonio Destinato possa effettuare anche interventi diretti (senza co-investitori) o in indiretti (tramite la sottoscrizione di quote di fondi di investimento) in imprese strategiche quotate.

È importante segnalare come tale attività debba continuare ad essere addizionale e non sostitutiva del mercato. In tal senso si auspica che gli interventi diretti del Patrimonio Destinato possano essere delimitati ad operazioni specifiche di tipo strategico o di rilevante interesse nazionale ed assumano invece nella generalità dei casi le modalità del coinvestimento, al fine di consentire agli esistenti operatori di mercato (ad. esempio fondi specializzati o altre tipologie di investitori istituzionali) adeguato spazio di intervento e di crescita.

È importante inoltre dare al mercato consapevolezza che capitale di salvataggio (per gli interventi in base al Framework normativo UE) e capitale di crescita sono due attività distinte. Ciò al fine di evitare che le imprese possano identificare nel Patrimonio Destinato un investitore pubblico con finalità assistenziali, circostanza questa che determinerebbe un interesse limitato per tali interventi da parte delle imprese.

Con riferimento invece alle tipologie di operazioni che possono essere effettuate nell’ambito della operatività di mercato, si valuta non ottimale la scelta fatta dal legislatore di circoscrivere gli interventi a due sole fattispecie operative: gli aumenti di capitale e i prestiti obbligazionari convertibili.

L’analisi di AFME menzionata in precedenza evidenzia, infatti, alla luce di alcune interviste effettuate, che gli imprenditori (società *mid-sized* non quotate) nel quadro degli interventi di rafforzamento patrimoniale post-Covid non intenderebbero rinunciare al controllo delle società ma sarebbero disponibili a distribuire una quota di utili o emettere strumenti ibridi.

Alcuni paesi europei hanno già una ampia gamma di strumenti ibridi disponibili, inclusi gli strumenti subordinati³. Esistono strumenti di

³ Lo studio rileva che, con oltre 72 miliardi di euro di strumenti di debito subordinato “corporate” e 77 miliardi di altri strumenti ibridi emessi tra il 2016 ed il 2019, i paesi EU hanno già un ampio bacino di

partecipazione agli utili come i "Genusschein" tedeschi; strumenti simili esistono anche in Austria, Francia, Svizzera e Danimarca. A questi vanno aggiunti i c.d. "PIK Bonds"⁴ che danno la possibilità agli emittenti di usufruire di un finanziamento subordinato, allineare le aspettative di prezzo/rendimento con gli investitori e in molti casi evitare la diluizione del controllo. Inoltre, una migliore definizione del trattamento regolamentare e fiscale per tali strumenti potrebbe offrire anche una soluzione utile per accelerare l'uscita dagli schemi di sostegno pubblico e sostenere le imprese minori che hanno resistenza ad accedere al mercato del capitale di rischio.

Appare altresì interessante la proposta riportata nell'analisi dell'AFME di creazione di un nuovo standard pan europeo di strumento ibrido per le imprese utilizzando le migliori pratiche (*best practices*) europee al momento esistenti, basandosi anche sull'esperienza degli ibridi bancari nella fase post-crisi del 2007-2009.

Alla luce di quanto sopra riportato, laddove si pensasse ad una revisione della disciplina del Patrimonio Rilancio si potrebbe valutare di estendere l'operatività anche ad altre tipologie di intervento che hanno un impatto sul capitale delle imprese, quali ad esempio le obbligazioni subordinate, che per loro natura possono essere valutate dalle imprese meno invasive ai fini della governance aziendale.

Gli interventi per la ristrutturazione delle imprese

Una rilevanza particolare nell'ambito delle operazioni di mercato assumono gli interventi per la ristrutturazione delle imprese che dovranno essere caratterizzati da adeguate prospettive di redditività ed in una situazione di crisi "reversibile", comprese le società che abbiano presentato domanda di accesso a concordato preventivo o di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti.

Gli interventi diretti sono effettuati mediante la sottoscrizione di aumenti di capitale, in presenza di un co-investimento da parte soggetti privati, inclusi gli azionisti della società richiedente, di importo complessivamente non inferiore a quello del Patrimonio Destinato. In sede di richiesta di intervento, l'impresa deve presentare un piano di ristrutturazione attestato da un esperto

strumenti che possono essere utilizzati per portare le società non quotate fuori dalla crisi. Inoltre, viene evidenziato che il volume medio delle emissioni di strumenti ibridi da parte delle società non finanziarie europee è il 59% della media delle emissioni di strumenti equity nel periodo 2016-2019. Nel 2020 l'ammontare delle emissioni di titoli di capitale quotati ha raggiunto i 77 miliardi di euro che rappresentano solo il 7,7% della carenza di capitale rilevato nello studio in esame a seguito della crisi pandemica.

⁴ *Payment in Kind Bonds*: si tratta di obbligazioni che pagano interessi in obbligazioni aggiuntive (e non in contanti) durante il periodo iniziale.

indipendente, da cui emergano la sostenibilità dell'indebitamento e le adeguate prospettive di redditività.

L'operatività in via indiretta avverrà invece mediante la sottoscrizione di quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) alternativi italiani, inclusi gli OICR di crediti o i fondi di investimento alternativi (FIA) UE nel rispetto di alcune condizioni: i) sottoscrizione delle quote o azioni dell'OICR da parte di uno o più investitori privati alle medesime condizioni del Patrimonio Destinato, ovvero intervento del Patrimonio Destinato, effettuato per il tramite dell'OICR, con la partecipazione di uno o più co-investitori privati alle medesime condizioni; ii) coerenza degli obiettivi dell'OICR con le finalità del Patrimonio Destinato; iii) ammontare dell'OICR almeno pari a 100 milioni di euro; iv) ciascun investimento dell'OICR deve essere mantenuto nel limite del 20 per cento dell'ammontare dell'OICR stesso; v) le azioni o quote dell'OICR sottoscritte dal Patrimonio Destinato devono essere almeno pari a 30 milioni di euro e non superiori al 49% dell'ammontare dell'OICR.

Quest'ultima modalità di intervento appare particolarmente utile per favorire la nascita e la crescita nel nostro paese di operatori nel segmento delle c.d. "special situations" vale a dire gli interventi in casi di ristrutturazione finanziaria e di crisi aziendale. Va segnalato come tali operazioni possano altresì rappresentare una soluzione utile per le imprese nei casi in cui la crisi finanziaria sia da ricondurre al raggiungimento di un livello di non sostenibilità dell'indebitamento.

ALTRE INIZIATIVE PER LA RIPRESA

Il successo dell'iniziativa del Patrimonio Destinato può essere favorito dalla realizzazione di una serie di interventi già in corso a livello europeo e nazionale per rendere più efficiente il funzionamento del mercato dei capitali, in particolare quello azionario quotato e non quotato, ed incanalare il risparmio istituzionale verso l'economia reale.

Va ricordato in questa ottica che il progetto dell'Unione Europea dei Mercati dei Capitali (c.d. Capital Markets Union, CMU) ha tra i suoi obiettivi quello di fornire nuove fonti di finanziamento alle imprese, soprattutto alle piccole e medie imprese e ridurre il costo della raccolta di capitali. Di recente, inoltre, è stato approvato a livello europeo il «Pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali» che ha introdotto modifiche mirate al diritto dell'Unione in vigore sui servizi finanziari (tra cui la Direttiva Europea sui Mercati e gli strumenti finanziari - MIFID2 e il Regolamento Prospetti) per sostenere la ripresa dallo shock economico causato dalla pandemia di COVID-19

In tale direzione va inquadrata anche la proposta di revisione della normativa prudenziale prevista per gli investimenti delle banche negli strumenti di capitale delle imprese. Il nuovo framework regolamentare sul trattamento prudenziale delle banche approvato a livello internazionale appare in generale penalizzante nei confronti delle esposizioni equity. *In particolare, occorrerebbe rivedere il trattamento di queste esposizioni introducendo una differenziazione in relazione ai diversi profili di rischio che gli strumenti presentano.*

In tal senso occorre anche rivedere il perimetro di applicazione della definizione di "esposizione speculativa" in azioni non quotate quando si fa riferimento ad investimenti in capitale di rischio per limitarla effettivamente solo a investimenti con maggiori scopi speculativi.

È importante anche la parallela revisione della normativa Solvency 2 relativamente al trattamento delle società di assicurazioni per le esposizioni in private equity e venture capital nonché nel caso di investimenti in strumenti di debito privi di rating. *Il trattamento prudenziale al momento previsto per tali esposizioni è infatti particolarmente sfavorevole per le imprese di assicurazione la cui natura di investitori "pazienti", invece, ben si addice alle caratteristiche di tali investimenti.*

Per favorire l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese è altresì importante l'obiettivo della semplificazione della normativa per l'accesso ai mercati azionari delle PMI e delle società a media capitalizzazione. Semplificazione ancor più sentita in una prospettiva di ripresa per alleggerire il carico di adempimenti e di oneri per le imprese colpite dalla crisi.

Positiva infatti la novità, di recente introdotta nel Regolamento Prospetti, della possibilità per le imprese di utilizzare temporaneamente un nuovo standard di "Prospetto UE della ripresa", con lo scopo di facilitare il reperimento di capitali da parte di imprese già quotate e garantire nel contempo informazioni adeguate agli investitori.

Necessaria sarebbe anche la revisione del regime degli abusi di mercato (MAR) che in alcuni casi rappresenta un onere eccessivo per le imprese che intendono accedere al mercato.

LA "CAPITALIZZAZIONE POPOLARE" DELLE IMPRESE

Come noto, in sede di conversione del Decreto Rilancio sono state apportate alcune modifiche alle finalità, alle modalità di costituzione e di intervento del Patrimonio Destinato, introducendo un nuovo comma 18 ter al citato art. 27 del Decreto Rilancio.

Con tale nuova previsione si consente di far affluire sul conto corrente di tesoreria centrale, ove sono già presenti le disponibilità liquide del Patrimonio Destinato, anche le disponibilità liquide di contribuenti che intendono investire in iniziative a sostegno della crescita dell'economia reale, rafforzando quindi, secondo quanto previsto dalla stessa disposizione, la "capitalizzazione popolare" delle imprese.

Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze dovranno essere stabiliti termini e modalità di attuazione della previsione in commento. Tuttavia, da oggi, non è stato ancora definito lo specifico quadro regolamentare. *Una valutazione compiuta potrà essere fatta quando le norme di attuazione avranno definito meglio gli aspetti di dettaglio e come tale previsione si coordina con l'attività di raccolta e di investimento del Patrimonio Destinato. In questa sede ci si limiterà a fornire alcuni spunti di riflessione, che si auspica potranno essere utilizzati anche per meglio definire tale ulteriore strumento di raccolta delle risorse finanziarie a favore della patrimonializzazione.*

In Italia, come già accennato in precedenza, sono stati finora utilizzati con successo modelli di collaborazione pubblico/privato sia in diversi settori economici (ad esempio infrastrutture e servizi pubblici) sia nel mondo della finanza (ad es. il già citato Fondo Italiano di Investimento, PIR etc).

Per favorire il successo di tali modelli di collaborazione è necessario da un lato utilizzare al meglio le risorse pubbliche, ma dall'altro sollecitare l'apporto degli investitori privati. Come noto, infatti, tra le nostre grandi ricchezze c'è il risparmio privato. La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane ammonta, secondo i dati di Banca d'Italia al terzo trimestre 2020, a circa 4.421 miliardi, di cui 1.083 mld di attività liquide detenute in conti correnti, 442 mld in altri depositi e 2.896 mld in attività finanziarie (titoli di stato, obbligazioni, azioni e altri strumenti finanziari).

In questa direzione va l'idea, realizzata con le integrazioni adottate in sede di conversione del Decreto Rilancio, di individuare una modalità con la quale anche gli investitori privati, tra cui le famiglie italiane, possano contribuire a creare un fondo nazionale, da utilizzare per supportare, tramite investimenti mirati, la ripresa dell'economia reale italiana.

Tale obiettivo è peraltro in linea con quello della Capital Markets Union (CMU) che si prefigge di ampliare la partecipazione degli investitori al dettaglio (c.d. retail) ai mercati finanziari tramite l'accesso ad un più ampio ventaglio di modalità e/o strumenti che convogliano le risorse di tali investitori verso le piccole e medie imprese, con ciò contribuendo allo sviluppo dell'economia reale nazionale.

Dall'esame delle disposizioni emergono, tuttavia, alcuni punti di attenzione che si ritiene opportuno portare all'attenzione di codesta Commissione e che si auspica possano essere considerati e superati nella stesura del decreto ministeriale di attuazione.

In primo luogo, appare opportuno segnalare che gli investimenti in economia reale possono rappresentare un asset class a rischio, il cui accesso diretto da parte degli investitori al dettaglio dovrebbe essere realizzato con modalità idonee a garantire adeguata tutela agli interessi degli investitori medesimi.

In tale ottica, appare pertanto opportuno che la normativa in commento non prefiguri un accesso diretto dei risparmiatori agli investimenti in economia reale, ma che questo si realizzi per il tramite di intermediari autorizzati. Ciò, infatti, garantirebbe l'applicazione delle normative europee di settore a tutela dei risparmiatori, come la Direttiva Europea sui Mercati e gli strumenti finanziari (MIFID) e la disciplina sul Prospetto.

Come noto la MiFID, di recente aggiornata a livello europea, prevede un set di regole che gli intermediari autorizzati (banche e imprese di investimento) devono seguire nella prestazione dei servizi di investimento ai propri clienti, garantendo che gli investimenti richiesti o consigliati siano appropriati e adeguati (in base al tipo di servizio svolto) rispetto al profilo del cliente e dunque i suoi obiettivi, il suo livello di conoscenza finanziaria, il suo patrimonio e la sua propensione al rischio. L'applicazione di questi presidi garantisce che gli investimenti vengano effettuati solo se compatibili con le citate caratteristiche dei contribuenti.

Quanto alla normativa europea in tema di Prospetti degli strumenti finanziari, anche essa recentemente rinnovata, ha l'obiettivo di fornire agli investitori tutte le informazioni sull'emittente e sugli strumenti finanziari oggetto di offerta al pubblico, necessarie agli stessi per assumere decisioni di investimento informate e consapevoli.

Si tratta quindi di normative essenziali per la tutela degli investitori, soprattutto quelli al dettaglio che necessitano di un livello di tutela più elevato, che dunque non possono non applicarsi anche nel caso in commento.

Oltre ai richiamati aspetti di protezione degli investitori, che si ritiene essere imprescindibili per una corretta applicazione della norma in commento, vi sono altri aspetti su cui si ritiene opportuno soffermarsi, al fine di pervenire auspicabilmente ad una maggiore chiarezza operative e di applicazione della norma.

L'Art. 27 già prevede, al comma 7, che, per il finanziamento delle attività del Patrimonio Destinato o di singoli comparti, è consentita l'emissione di titoli obbligazionari o altri strumenti finanziari di debito. Tale possibilità, se ben interpretiamo la norma, consentirebbe ad investitori, anche al dettaglio, di contribuire alle finalità del patrimonio destinato sottoscrivendo tali strumenti. *Non si comprende a pieno, dunque, che differenza comporta l'ulteriore modalità di partecipazione da parte dei contribuenti, prevista con il comma 18-ter, rispetto a quella già prevista al comma 7 tramite l'emissione di titoli di debito. Anche tenuto conto che, come detto in precedenza, la sottoscrizione di strumenti di debito rientrerebbe nell'attività di investimento tutelata dalla disciplina della MIFID e del Regolamento Prospetti.*

Altro tema, in parte collegato al punto precedente, riguarda gli obiettivi di investimento dichiarati al comma 18-ter da realizzare tramite l'afflusso dei risparmi dei contribuenti.

Il citato comma, infatti, prevede che tali risparmi debbano essere investiti per il "sostegno della crescita dell'economia reale, rafforzando la capitalizzazione popolare delle imprese". *Andrebbe chiarito se si tratta di un obiettivo più ristretto (capitalizzazione delle imprese) rispetto a quello generale degli interventi del Patrimonio Destinato ("il sostegno e il rilancio del sistema economico produttivo italiano").* Laddove tale differenza fosse confermata, le risorse raccolte ai sensi del comma 18-ter dovrebbero essere tenute distinte da quelle del patrimonio destinato, al fine di realizzare investimenti specificatamente finalizzati alla capitalizzazione delle imprese.

Dubbi emergono poi in merito alla tipologia di rapporto che si instaurerebbe tra il contribuente e il patrimonio destinato. Come già detto *sarebbe auspicabile che detto rapporto si inquadrasse come forma di investimento e dunque si realizzasse per il tramite di intermediari autorizzati.*

Laddove questa non fosse l'intenzione del legislatore primario, oltre alle problematiche che ne deriverebbero in termini di tutela degli investitori, rimane non chiaro quale tipologia alternativa di rapporto si verrebbe ad instaurare. Il comma 18-ter si limita, infatti, a prevedere che le disponibilità liquide dei contribuenti verranno versate nel conto corrente di tesoreria. Non è chiaro se in questo caso si configura un rapporto assimilabile a quello di un deposito e se esso verrebbe remunerato alla luce della previsione contenuta al comma 18 del medesimo articolo, con riferimento alle disponibilità liquide del Patrimonio destinato, che prevede una remunerazione da allineare al costo delle emissioni di titoli di Stato nel periodo di riferimento). In questo caso, appare opportuno segnalare che tale parametro potrebbe non essere in

linea con il profilo di rischio degli investimenti in economia reale a cui le risorse raccolte sarebbero destinate.