



Libro Verde su

# La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita

[www.dt.mef.gov.it](http://www.dt.mef.gov.it)



Dipartimento  
del Tesoro



Ministero  
dell'Economia  
e delle Finanze

---

## INDICE

|             |   |           |
|-------------|---|-----------|
| <b>I.</b>   | <b>PREMESSA</b>   | <b>2</b>  |
| <b>II.</b>  | <b>IL CONFRONTO INTERNAZIONALE</b>  | <b>4</b>  |
| 2.1         | Il mercato del Fintech  | 15        |
| <b>III.</b> | <b>IL MERCATO DEI CAPITALI A SUPPORTO DELLA CRESCITA:<br/>AREE DI POSSIBILE INTERVENTO</b>  | <b>19</b> |
| 3.1         | Facilitare il processo di <i>listing</i> e la permanenza nei mercati, in particolare da parte delle PMI.  | 20        |
| 3.2         | Incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori.   | 20        |
| 3.3         | Valorizzare e potenzialità del digitale ai fini dell'accesso al mercato (di imprese e investitori).   | 21        |
| 3.4         | Rendere il sistema di applicazione delle regole più efficiente ed efficace.   | 21        |
| <b>IV.</b>  | <b>QUADRO DI SINTESI</b>  | <b>23</b> |
|             | <b>ALLEGATO TECNICO</b>   | <b>25</b> |
| A.          | Migliorare il processo di listing in Italia e rendere più efficiente l'accesso e la permanenza nei mercati, in particolare da parte delle PMI   | 25        |
| B.          | Migliorare le condizioni per la partecipazione ai mercati da parte degli investitori e incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori istituzionali | 34        |
| C.          | Valorizzazione delle potenzialità del digitale ai fini dell'accesso al mercato (di imprese e investitori).  | 38        |
| D.          | Funzioni e responsabilità delle Autorità di vigilanza in un'ottica di competitività   | 39        |

---

## I. PREMESSA

Nella complessa situazione economica che il sistema italiano sta affrontando in conseguenza della pandemia, il mercato di capitali è chiamato a svolgere un ruolo fondamentale per accompagnare e sostenere un percorso di ripresa. Lo sviluppo del mercato dei capitali rappresenta infatti un tassello fondamentale per la realizzazione degli investimenti in digitalizzazione, innovazione e sostenibilità necessari per realizzare gli obiettivi strategici posti alla base del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), e nel tradurre gli effetti in uno strutturale incremento del tasso di potenziale crescita dell'economia e dell'occupazione.

Accanto agli interventi straordinari di supporto finanziario delle imprese promossi dal Governo, appare pertanto necessario promuovere un insieme organico di iniziative - senza oneri per la finanza pubblica - che favoriscano un "cambio di passo" strutturale nel rapporto tra imprese e mercato dei capitali; da un lato rimuovendo vincoli, normativi e operativi, all'accesso al mercato da parte delle imprese, dall'altro introducendo misure che stimolino, sia sul lato della domanda sia su quello dell'offerta, la canalizzazione degli investimenti verso le imprese, attraverso i mercati. Ciò anche alla luce della Brexit e della recente integrazione di Borsa Italiana nel gruppo paneuropeo Euronext, che rendono ancora più attuale la necessità di avere mercati dei capitali attraenti ed efficienti.

Con questo spirito e finalità - e in continuità con l'analisi OECD contenuta nel rapporto "Capital Market Review Italy 2020"<sup>1</sup> redatto su impulso del Ministero dell'Economia e delle Finanze - il presente documento muove da una ricognizione della situazione attuale dei mercati finanziari italiani nel confronto internazionale e individua, anche sulla scorta di evidenze empiriche, alcune possibili aree per un'iniziale azione di revisione e ammodernamento del quadro regolamentare e delle prassi amministrative e di mercato, pur nella consapevolezza che dette aree non esauriscono l'ambito degli interventi auspicabili. Il documento si connota - in sintesi - come una parte di un "piano di azione" che, sebbene organico nella filosofia sottesa ad ogni intervento, consiste necessariamente in misure che operano e insistono su piani diversi, dall'insieme delle regole nelle sue varie articolazioni (norme primarie, secondarie, autoregolamentazione) a quello applicativo e delle prassi amministrative e di giustizia. Il buon funzionamento di un'economia di mercato non dipende infatti solo dall'adeguatezza del quadro regolamentare. Accanto a norme chiare e di qualità è altrettanto essenziale che i mercati finanziari possano fare affidamento su un sistema giudiziario e di *enforcement* amministrativo che sia efficiente ed efficace.

---

<sup>1</sup> OECD, Capital Market Review Italy 2020, Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers, disponibile al sito <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy.htm>

Su questi temi il Libro Verde mira a stimolare una discussione ampia e inclusiva, per proseguire il percorso di revisione del quadro delle regole e della loro efficace ed efficiente applicazione.

[Commenti e considerazioni sulle tematiche discusse potranno essere trasmessi entro il 25 marzo 2022 mediante invio all'indirizzo email [mercatiperlacrescita@mef.gov.it](mailto:mercatiperlacrescita@mef.gov.it)]

---

## II. IL CONFRONTO INTERNAZIONALE

L'evoluzione in atto nelle principali piazze finanziarie internazionali indica un significativo potenziale di sviluppo del mercato dei capitali, in un quadro di accentuata concorrenza tra sistemi.

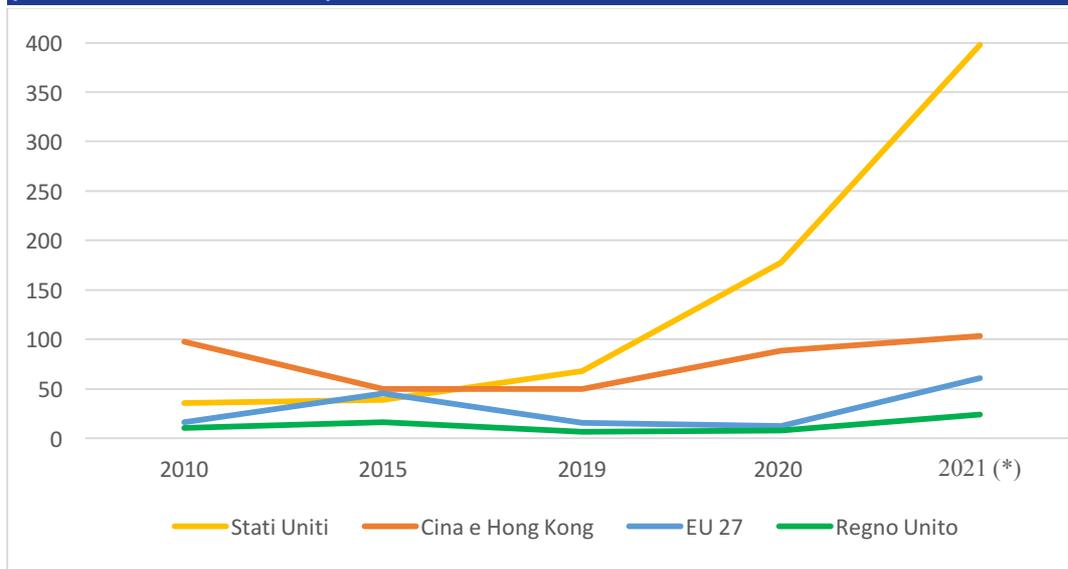
In questo contesto, il mercato dei capitali italiano manifesta una condizione di cronico ritardo rispetto a quelli delle altre economie avanzate, dovuto sia a debolezze strutturali dell'ecosistema di riferimento sia alla presenza di alcuni ostacoli di natura normativa e regolamentare. Parte di queste debolezze e ostacoli sono comuni all'intera area dell'Unione europea, che, rispetto alle altre principali aree economiche a livello internazionale, presenta un gap competitivo significativo, dovuto anche agli scarsi progressi conseguiti nel superamento della frammentazione dei mercati dei capitali e a un sistema di regole non sempre in grado di tenere il passo dell'evoluzione dei meccanismi di intermediazione dei capitali. Una parte di esse sono però specifiche del contesto italiano e si riflettono in uno spiazzamento competitivo del mercato dei capitali italiano anche rispetto ai mercati più dinamici dell'Unione Europea.

Il rischio è che l'economia italiana non possa beneficiare dell'adeguato sostegno di un mercato dei capitali domestico robusto e dinamico nella fase cruciale di ripresa che si sta determinando e più ancora nella realizzazione degli ambiziosi piani di sviluppo del PNRR.

### Il quadro internazionale

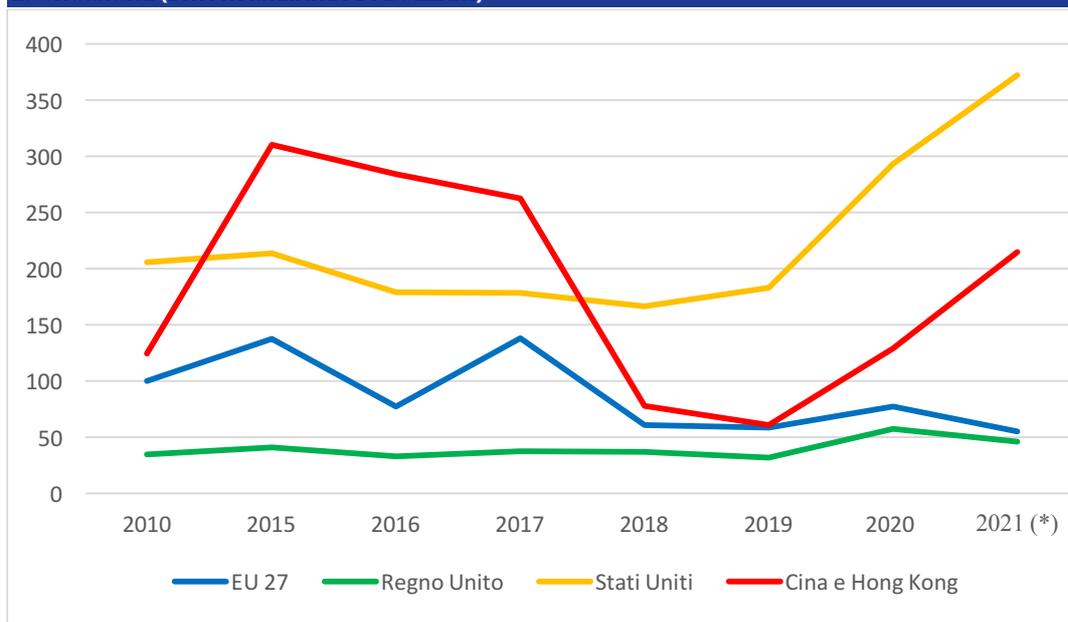
A livello internazionale, si registra una rivitalizzazione dei mercati borsistici dove, soprattutto a partire dallo scoppio della crisi pandemica, si è registrata una crescita significativa della raccolta di capitale, attraverso sia nuove quotazioni (initial public offering - IPO) sia aumenti capitale da parte di società già quotate (seasoned public offering - SPO). Nel 2020 e nel primo semestre 2021, è quasi raddoppiato il volume del capitale raccolto dalle imprese quotate a livello globale: questo fenomeno ha riguardato soprattutto gli Stati Uniti e, in misura minore, la Cina e Hong Kong, mentre appare più modesto a livello dell'Unione europea, aumentando dunque il sostanziale scarto competitivo di quest'ultima rispetto agli altri mercati.

**CAPITALI RACCOLTI DALLE SOCIETÀ QUOTATE TRAMITE IPO NELLE PRINCIPALI EREE ECONOMICHE (DATI IN MILIARDI DI DOLLARI)**



(\*) dato del I semestre annualizzato

**CAPITALI RACCOLTI DALLE SOCIETÀ QUOTATE TRAMITE AUMENTI DI CAPITALE NELLE PRINCIPALI EREE ECONOMICHE (DATI IN MILIARDI DI DOLLARI)**



(\*) dato del I semestre annualizzato

Questi elementi sono stati sottolineati anche dalla Commissione europea che ha ribadito la necessità di sviluppare a livello UE mercati più efficienti e reattivi, il cui adeguato funzionamento rappresenta un tassello fondamentale sia nell'immediato per la ripresa e il successo del piano di ripresa e resilienza<sup>2</sup>, sia

<sup>2</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Unione dei mercati dei capitali – Risultati conseguiti un anno dopo il piano*

per lo sviluppo economico futuro dell'Europa, anche attraverso il sostegno mirato alle imprese di domani, gli “unicorni” e le start-up dell'UE attive in settori di fondamentale interesse strategico<sup>3</sup>.

Al riguardo, alcuni recenti studi sulle prospettive di evoluzione del mercato europeo hanno evidenziato come, anche prima della crisi pandemica, il declino dei mercati azionari europei sia stato più accentuato rispetto a quello delle altre principali piazze finanziarie: un trend che riguarda sia i dati del mercato primario che di quello secondario, evidenziandone una scarsa efficacia nel supportare l'economia europea, come confermato soprattutto nel corso della crisi pandemica. La dimensione del mercato azionario europeo è inferiore sia a quello nordamericano, nonostante le imprese europee abbiano una dimensione equivalente alle società statunitensi, sia a quelli delle altre principali piazze finanziarie internazionali, come ad esempio i mercati asiatici, se calcolata in rapporto al PIL dell'area economica di riferimento (vedi Box 1)<sup>4</sup>.

### **BOX 1 – Il rapporto OXERA**

Nell'ambito dei lavori sulla Capital Markets Union, la Commissione europea ha commissionato a Oxera Consulting LLP (“Oxera”) uno studio sul funzionamento dei mercati azionari primari e secondari nell'UE, con l'obiettivo di contribuire al progresso della CMU, con politiche che forniscano un ambiente migliore per la quotazione di società di diverse dimensioni, evidenziando le potenziali barriere economiche e tecniche relative ai mercati primari e secondari della UE. Inoltre, lo studio valuta le prospettive di sviluppo del mercato e considera la futura architettura dei mercati azionari dell'UE.

Dal *report* di Oxera emerge che i mercati dei capitali forniscono sostanziali benefici sociali, offrendo una via efficace per condividere il rischio e allocare il capitale in modo efficiente. In particolare, si osserva come le IPO permettano alle imprese di raccogliere fondi durante la loro crescita e offrono una via d'uscita per gli investitori *early-stage*.

Tuttavia, anche l'analisi effettuata da Oxera conferma come i mercati azionari UE registri risultati insoddisfacenti in termini globali.

Lo studio identifica quattro aree chiave di intervento:

- i. revisione delle regole in tema di disclosure per ridurre lo squilibrio tra società private e pubbliche. A titolo esemplificativo, Oxera ha evidenziato la necessità di valutare i benefici incrementali dei requisiti di *disclosure* per le emissioni secondarie, dei requisiti di rendicontazione trimestrale e semestrale, e dell'esenzione delle società chiuse dalla rendicontazione non finanziaria, sociale e di *governance*;
- ii. incoraggiare la flessibilità nell'uso delle dual class shares, ove vietate dagli ordinamenti dei Paesi Membri. Sul punto il *report* suggerisce un approccio che permetta l'emissione di *dual class shares* con limiti temporali, attraverso *c.d. sunset clauses*, per incoraggiare un maggior numero di imprese a conduzione familiare ad accedere al mercato;
- iii. promuovere la partecipazione degli investitori istituzionali nelle IPO. Sul punto il *report* propone di riconsiderare i costi regolamentari o le restrizioni sui fondi pensione e le compagnie di assicurazione, e di altre imprese finanziarie, per incentivare gli investimenti nei mercati dei capitali;

d'azione, COM(2021) 720 final: “Se da un lato il dispositivo per la ripresa e la resilienza fornirà un contributo significativo alla ripresa attraverso riforme strutturali e progetti di investimento finanziati con fondi pubblici, dall'altro mercati dei capitali forti e ben integrati saranno essenziali per sostenere la crescita economica futura.”

<sup>3</sup> Commissione europea, COM(2021) 720 final, cit., pp. 2-3.

<sup>4</sup> V. Rapporto Oxera 2020.

iv. attirare gli investitori al dettaglio per investire nei mercati azionari.

I principali elementi competitivi dei mercati internazionali diversi da quelli europei risiedono nella maggiore flessibilità sia delle modalità di accesso al mercato (quali il *direct listing* e l'utilizzo di veicoli di quotazione specializzati come le SPAC), sia delle regole del diritto societario che possono incentivare la quotazione di imprese "growth", regole la cui proporzionalità può favorire una più ampia partecipazione di piccole e medie imprese<sup>5</sup>. Non a caso, questi temi appaiono nelle principali riforme completate o avviate dagli Stati in cui sono attive le principali piazze finanziarie internazionali (es. Hong Kong, Tokyo e Singapore e più recentemente dal Regno Unito nell'era post-Brexit), con il chiaro obiettivo di migliorare la propria competitività globale, avendo particolare riguardo alle società "growth" (e tecnologiche). L'attenzione alle *growth companies* e alcuni degli strumenti utilizzati negli altri ordinamenti, ad esempio il voto plurimo, sono stati individuati quali possibili forme di miglioramento anche per le PMI europee<sup>6</sup>.

## Il quadro europeo

Ulteriori elementi di riflessione emergono anche a livello europeo, dove la frammentazione e la non completa attuazione del progetto della Capital Markets Union (vedi BOX 2) hanno accentuato le divergenze tra i mercati europei, favorendo le piazze finanziarie più dinamiche e a più forte vocazione internazionale, quali ad esempio l'Olanda e la Svezia. L'esistenza di un ambiente più favorevole alla quotazione e alla gestione delle imprese che caratterizza questi mercati ha ulteriormente indebolito il mercato italiano, che risulta meno attraente sia per le società quotate che per le quotate.

### BOX 2 – Il Framework europeo

#### *Capital Markets Union – Dall'Action Plan 2020 agli ultimi sviluppi*

La Commissione Europea ha approvato, nel settembre del 2020, un nuovo piano d'azione che identifica i fattori che scoraggiano le società, soprattutto le PMI, ad accedere ai mercati dei capitali, tra le quali spiccano gli elevati oneri amministrativi, gli eccessivi costi di quotazione e il rispetto di regole di compliance troppo stringenti connesse allo status di emittente quotato.

Il piano d'azione, redatto tenendo conto del rapporto dell'**High Level Forum on the Capital Markets Union**, è basato su tre obiettivi chiave: (i) garantire che la ripresa economica dell'UE sia verde, digitale, inclusiva e resiliente rendendo i finanziamenti più accessibili per le imprese europee, in particolare le PMI; (ii) rendere l'UE un luogo ancora più sicuro per i singoli individui che vogliono risparmiare e investire a lungo termine; (iii) integrare i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico dei capitali a livello dell'UE.

La Commissione Europea ha poi istituito il *Technical Expert Stakeholder Group on SMEs (TESG)*, un gruppo di esperti incaricato di monitorare e valutare il funzionamento degli SGM, oltre a fornire suggerimenti e formulare proposte volte a promuovere ulteriormente l'accesso ai mercati dei capitali per le PMI. Al TESG è stato affidato, in particolare, il compi-

<sup>5</sup> V. JOBS Act USA.

<sup>6</sup> Ad esempio, una nuova e più estesa definizione delle PMI, la semplificazione del relativo prospetto di quotazione, l'introduzione del voto multiplo. V. Rapporti Oxera 2020 e TESG 2021.

to di analizzare, in termini di adeguatezza, l'attuale quadro normativo applicabile alle PMI e agli SGM, identificando eventuali aree di possibile intervento, al fine di favorire una nuova ripresa dei mercati dei capitali europei.

Il *report* pubblicato dal TESG nel mese di maggio del 2021 - *Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again* - si muove nella direzione già tracciata nell'Action Plan 2020, identificando diverse aree specifiche rispetto alle quali si dovrebbe intervenire a beneficio delle PMI quotate e di quelle già quotate: (i) alleggerimento dei costi di quotazione; (ii) semplificazioni in materia di abusi di mercato; (iii) azioni a voto multiplo; (iv) introduzione sostegni *pre-listing* (periodo transitorio e sandbox di quotazione); (v) promozione degli *EU's SMC Champions*; (vi) sostegno all'attività di ricerca azionaria; (vii) potenziamento dei servizi di *rating* per le PMI; (viii) *semplificazione dei requisiti ESG*; (ix) revisione dell'impianto normativo in tema di *corporate governance*; (x) incentivi fiscali; (xi) *engagement* degli investitori al dettaglio.

#### **Le ultime misure e il Listing Act**

Nel corso del 2021 il completamento del progetto di Unione dei Mercati dei Capitali (Capital Markets Union - CMU) è proseguito sia tramite la realizzazione di iniziative non legislative da parte della Commissione, sia mediante la proposta di atti legislativi, in forma di direttive e regolamenti, al Parlamento Europeo e al Consiglio, per la loro adozione nell'ambito della procedura legislativa ordinaria. Nello specifico, la Commissione ha adottato le seguenti proposte:

Proposta di direttiva volta a modificare la direttiva 2009/138/CE in materia di accesso ed esercizio di attività di assicurazione e di riassicurazione (c.d. Direttiva Solvency II).

La proposta di revisione della direttiva Solvibilità II rientra tra le misure ritenute prioritarie ai fini della realizzazione della CMU. In quanto investitori con orizzonte di lungo termine, le imprese assicurative sono in grado di contribuire fortemente alla crescita economica a livello sistemico, mobilitando i fondi liquidi verso investimenti che producano valore e, in primo luogo, verso investimenti nell'economia reale, aumentando così le possibilità di finanziamento per le imprese. La proposta tiene anche conto della situazione attuale per cui la regolamentazione deve mirare a permettere al settore di contribuire, oltre che all'Unione dei Mercati dei Capitali, anche al Recovery e al Green Deal, nuove direttrici della politica europea, per cui è fondamentale il contributo del settore privato, rappresentato in primis dagli investitori istituzionali tra cui le imprese assicurative, che svolgono una duplice funzione pubblicistica sia di protezione dal rischio che di investimento a supporto della crescita.

La Commissione europea ha inoltre adottato il 25 novembre 2021 un pacchetto di misure (c.d. Capital Markets Union Package) volto a migliorare, nel complesso, l'ambiente regolamentare dei mercati di capitali. Le proposte legislative della Commissione sono quattro e riguardano la revisione del regolamento sui mercati degli strumenti finanziari (Regolamento (UE) 600/2014 cd. Regolamento MIFIR - Market in Financial Instruments Regulation), la revisione della direttiva sui GEFIA (Direttiva 2011/61/UE cd. Direttiva AIFMD - Alternative Investment Funds Manager Directive) per modifiche riguardanti i gestori dei fondi di investimento di tipo "alternativo" (cd. FIA), la revisione del regolamento sui fondi di investimento europei a lungo termine (Regolamento (UE) 2015/760 cd. Regolamento ELTIF - European Long Term Investments Funds), ed infine la predisposizione di un quadro normativo per un punto di accesso unico europeo (European Single Access Point - ESAP) con la finalità di creare maggiori possibilità di finanziamento e commerciali per le imprese.

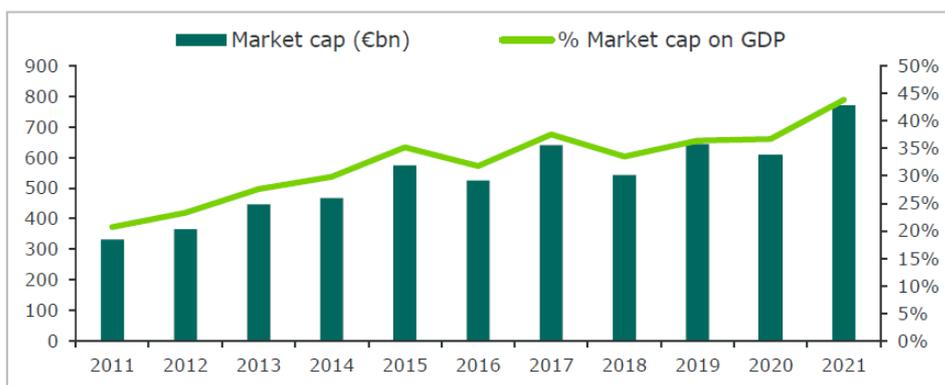
Il 19 novembre 2021 la Commissione europea ha aperto una consultazione pubblica al fine valutare eventuali modifiche al quadro normativo di riferimento per le società quotate su mercati regolamentati o ammesse alle negoziazioni su sistemi multilaterali di negoziazione al fine di adottare nel corso del 2022 un provvedimento ad hoc su questi temi (cd. Listing act).

La Commissione ha accolto l'idea per la quale un intervento di alleggerimento strutturale della disciplina applicabile agli emittenti, specie alle piccole medie imprese ("PMI"), renderebbe più facile per le PMI accedere al mercato per finanziare i loro percorsi di crescita, sempre mantenendo un elevato livello di protezione degli investitori e di integrità del mercato.

L'iniziativa della Commissione si inserisce all'interno dell'Action Plan CMU 2020 ed è finalizzata a interrogare i partecipanti al mercato su diverse proposte di modifica rispetto a diversi aspetti dalla normativa applicabile, con particolare riferimento al Regolamento Prospetto, al Regolamento MAR, alla MiFID II e alle direttive Transparency e Listing.

Complessivamente, si nota come la Commissione abbia tenuto in ampia considerazione le proposte formulate sia dallo HFL sia dal TEGS.

In Italia, il mercato dei capitali risulta storicamente meno sviluppato rispetto a molte altre economie avanzate. Come osservato anche dall'OECD (vedi BOX 3), *"una media inferiore a quattro società l'anno è stata quotata sul mercato regolamentato della Borsa valori italiana e la capitalizzazione di mercato del Paese, in percentuale del PIL, si è attestata notevolmente al di sotto di quella delle controparti europee"*.



Source: Borsa Italiana, as of December 2021. Market capitalisation refers to domestic companies only.

Nell'ultimo decennio, il rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL registrato in Italia risulta inferiore a quello degli altri grandi Paesi europei.

| €Tn           | Euronext Venues |       |      |          |           |        |        |           | Other Venues |        |            |        |
|---------------|-----------------|-------|------|----------|-----------|--------|--------|-----------|--------------|--------|------------|--------|
|               | Paris           | Milan | Oslo | Brussels | Amsterdam | Lisbon | Dublin | Frankfurt | Zurich       | Madrid | Luxembourg | London |
| Total Mkt Cap | 3.71            | 0.82  | 0.39 | 0.36     | 1.42      | 0.08   | 0.15   | 2.64      | 3.43         | 1.00   | 0.12       | 4.58   |
| Nominal GDP   | 2.48            | 1.78  | 0.38 | 0.50     | 0.85      | 0.21   | 0.44   | 3.57      | 0.71         | 1.20   | 0.07       | 2.76   |
| Ratio         | 1.5x            | 0.5x  | 1.0x | 0.7x     | 1.7x      | 0.4x   | 0.4x   | 0.7x      | 4.8x         | 0.8x   | 1.7x       | 1.7x   |

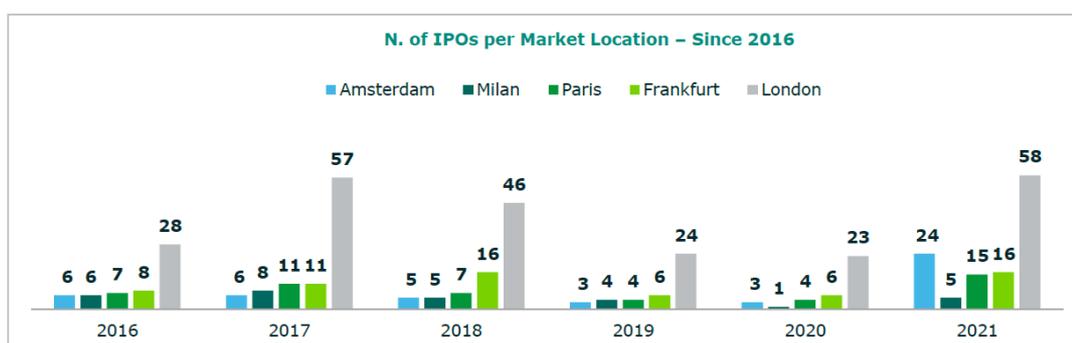
Source: Euronext, Dealogic. FactSet for GDP figures, European Commission, SSB, ONS and SECO for 2021 forecasts.

Anche in termini di numero di società quotate e capitalizzazione permangono *gap* rispetto alle altre piazze finanziarie, come si ricava dal grafico seguente

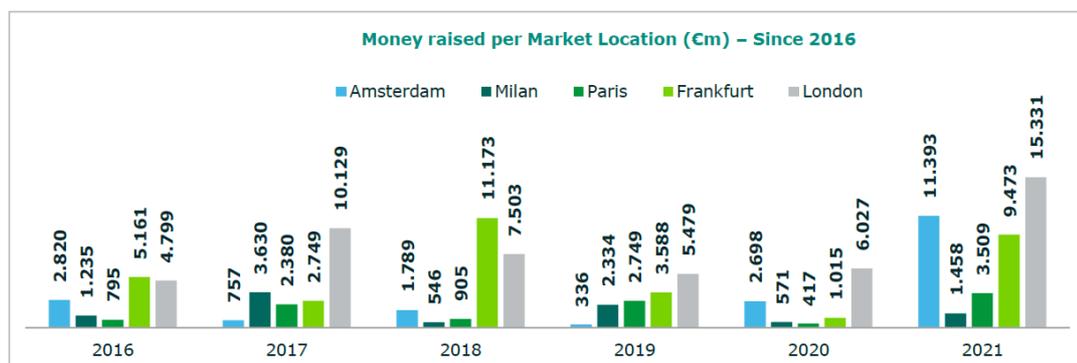


Source: Euronext, Dealogic, as of December 2021.

Guardando alle IPO, il numero di nuove quotazioni negli ultimi 5 anni sul Mercato Regolamentato di Borsa Italiana (Euronext Milan), risulta inferiore rispetto a Parigi, Francoforte e, ancor di più, di Londra. Il 2021 ha segnato una ripresa delle IPO in tutto il mondo, che si è tradotto in livelli di attività molto elevati in tutte le sedi di scambio, inclusa Milano ma grazie al contributo delle società che si sono quotate su Euronext Growth Milan (già AIM Italia). Sul mercato regolamentato vi sono state 9 nuove ammissioni, di cui 5 IPO direttamente su Euronext Milan e 4 trasferimenti da Euronext Growth Milan, con rispettivi listing e delisting contestuali.



Lo stesso gap risulta sussistere anche in termini di raccolta sul mercato primario (v. grafico seguente).

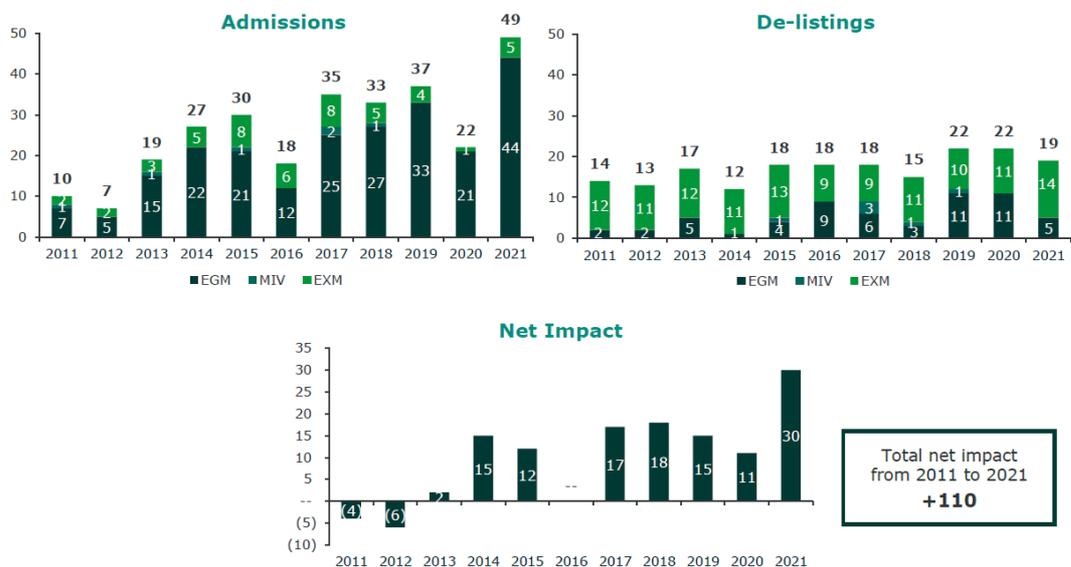


Source: Euronext, Dealogic, as of December 2021.

Negli ultimi 10 anni è positivo l'incremento netto delle società quotate (nuove ammissioni al netto dei delisting) sui mercati di Borsa Italiana con 110 nuove so-

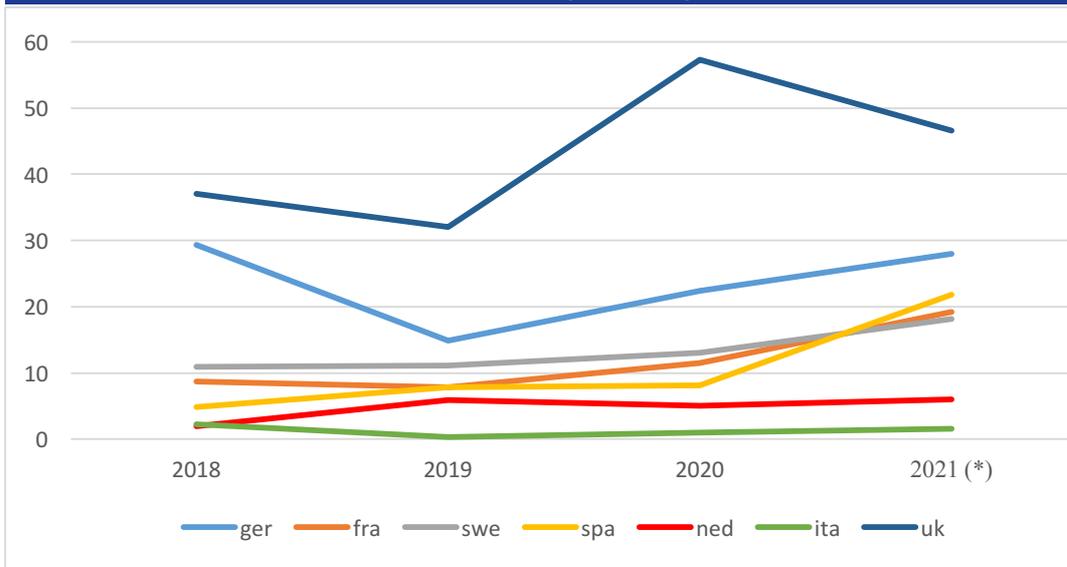
cietà quotate, grazie alla consistente crescita del Mercato di Crescita per le PMI (Euronext Growth Milano). Guardando invece al Mercato Regolamentato (Euronext Milano), su base standalone, l'impatto netto è un decremento di 74 aziende.

**Borsa Italiana – Euronext Milan, Euronext Growth Milan and MIV:**



Per quanto concerne il mercato secondario, se i paesi europei scontano già un gap significativo nel volume del capitale raccolto, soprattutto durante la crisi pandemica, rispetto alle principali piazze finanziarie internazionali (USA, Cina e Hong Kong), questa distanza si dilata ulteriormente per l'Italia in confronto ai principali mercati europei.

**RACCOLTA DI CAPITALE SUL MERCATO SECONDARIO (2018-2021)**



(\*) dato del I semestre annualizzato

Inoltre, la scarsa capacità competitiva del mercato italiano e, in particolare, la bassa quota di flottante che lo caratterizza, incidono negativamente anche sulla inclusione dei titoli azionari italiani negli indici internazionali: come rilevato dall'OECD, il peso dei titoli azionari italiani rappresenta, ad esempio, soltanto il 3,6% di un indice largamente utilizzato quale il MSCI Europe Index, dove i titoli francesi rappresentano circa il 18%<sup>7</sup>. La bassa rappresentatività delle società italiane nei principali indici azionari costituisce un ulteriore elemento da considerare nell'esame delle possibili riforme del mercato dei capitali e dell'ordinamento domestico, considerato che "nei mercati globalizzati di oggi, uno scarso peso negli indici chiave limita automaticamente il flusso di capitale in entrata da parte del crescente bacino di fondi istituzionali indicizzati"<sup>8</sup>.

Lo stesso studio rilevava inoltre anche una minore capacità attrattiva del mercato italiano rispetto ai titoli obbligazionari emessi da società italiane che scelgono quasi sempre (90% dei casi) di quotarli su mercati esteri.

A queste analisi si aggiungono due importanti fenomeni: da un lato, la scelta di alcune società italiane non ancora quotate di accedere direttamente a mercati di capitali esteri, europei o internazionali; dall'altro lato, la scelta di diverse realtà industriali già quotate sul mercato regolamentato italiano di trasferire la sede legale all'estero (nella maggior parte dei casi in Olanda) mantenendo la quotazione anche o soltanto sul nostro mercato.

### **BOX 3 – Il rapporto OECD *Capital Market Review of Italy* (2020)**

L'OECD ha pubblicato, nel 2020, il rapporto *Capital Market Review of Italy*<sup>9</sup>, conseguente alla richiesta del Governo italiano di avviare un esame approfondito del mercato dei capitali in Italia. L'obiettivo consisteva nell'individuare possibili linee di intervento per potenziare il ruolo dei mercati dei capitali nella loro funzione di finanziamento del sistema economico-produttivo, in particolare con riferimento alle piccole e medie imprese.

Nel *report* viene riconosciuto come, negli ultimi anni, l'Italia abbia intrapreso importanti riforme strutturali per migliorare la robustezza finanziaria delle imprese e per rafforzare i mercati dei capitali<sup>10</sup>. Tuttavia, il mercato italiano dei capitali appare tutt'oggi sottodimensionato rispetto ad altre economie avanzate<sup>11</sup>; permangono, quindi, significativi margini per migliorarne ulteriormente l'attrattività.

**Il rapporto dell'OECD**, basandosi sui risultati conseguiti in altri Paesi, nei quali i mercati dei capitali sono particolarmente sviluppati e, quindi, assunti come *benchmark* di riferimento, **formula specifiche raccomandazioni a supporto di eventuali successive scelte di policy**.

Emerge in particolare la necessità di interventi mirati in alcuni determinati ambiti affinché l'ecosistema finanziario nel suo complesso realizzi, al meglio, lo scopo di sostenere la fiducia degli investitori, gli investimenti aziendali, la creazione di posti di lavoro e la crescita

<sup>7</sup> OECD, *Italy Capital Market Review*, 2020, p. 11.

<sup>8</sup> OECD, *Italy Capital Market Review*, 2020, p. 11.

<sup>9</sup> OECD (2020), *OECD Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, OECD Capital Market Series, <http://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy.htm>.

<sup>10</sup> Il *report* cita i piani individuali di risparmio (PIR), i c.d. mini-bond e il programma ELITE di Borsa Italiana S.p.A..

<sup>11</sup> Secondo l'OECD, la dipendenza delle imprese italiane dalle fonti di finanziamento tramite il canale bancario è ancora molto elevata. Inoltre, il 40% del loro attivo è, in generale, finanziato da debiti a breve termine, una percentuale nettamente più elevata rispetto alle altre aziende europee.

Come evidenziato più di recente dalla Relazione annuale Consob 2021 (dati riferiti al 2020), il MTA (ora Euronext Milan) capitalizza il 36.6% del PIL italiano; percentuale al di sotto di quella degli altri paesi europei quali la Germania (55.6%) e la Francia (107%).

economica.

Le raccomandazioni espresse dall'OECD riguardano: **i) L'accesso al capitale da parte delle imprese ed il ruolo delle Autorità nazionali competenti; ii) Opportunità per gli investitori, i risparmiatori e le aziende in crescita.**

La prima macro-categoria attiene a raccomandazioni volte a: **a) promuovere nuove ammissioni alla quotazione sul mercato regolamentato e migliorare la procedura di offerta pubblica di titoli azionari, sia per le offerte iniziali che per quelle sul mercato secondario; b) potenziare il ruolo degli organi di regolamentazione, nonché consolidare il quadro istituzionale.**

Per quanto riguarda in particolare i canali per incentivare nuove ammissioni alla quotazione sul mercato regolamentato, l'OECD, nel raccomandare l'avvio di una consultazione per raccogliere *input* dai partecipanti al mercato e da altri esperti su come migliorare il processo di IPO, invita a rafforzare ulteriormente la posizione dell'*Euronext Growth Milan* (già AIM Italia) come mercato per le società meno mature con un alto potenziale di crescita. Sul punto, l'OECD suggerisce la possibilità per CONSOB e la società di gestione del mercato di considerare l'introduzione di misure che consentano una transizione semplificata verso il mercato regolamentato per gli emittenti che soddisfano determinati criteri di quotazione e di *reporting*.

Inoltre, secondo il *Capital Market Review of Italy*, è di fondamentale importanza che Consob e Borsa Italiana adottino un approccio proattivo per assicurare che non vi siano barriere o incertezze normative per le società italiane che desiderano accedere al mercato dei capitali.

Nell'ottica di rafforzamento del ruolo delle Autorità di vigilanza nazionali, viene raccomandato di adottare proposte tese ad un "*miglioramento della tutela del personale CONSOB da responsabilità giuridiche ingiustificate*"<sup>12</sup>. A tal proposito, si evidenzia come il ruolo svolto dal regime di responsabilità che incombe sui soggetti coinvolti nelle offerte pubbliche e sull'Autorità competente, costituisce un fattore di rallentamento del processo di approvazione del prospetto a causa dell'elevato rischio di contenzioso, anche per l'Autorità competente e genera in ultima istanza uno svantaggio competitivo del nostro mercato rispetto ad altri Paesi europei.

Le raccomandazioni contenute nella macro-categoria "**Opportunità per gli investitori, i risparmiatori e le aziende in crescita**" sono invece tese a migliorare le condizioni per la partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori istituzionali ed individuali mediante l'adozione di misure e/o iniziative pubblico-private che possano, da un lato, facilitare il collegamento tra investitori individuali ed opportunità di investimento e, dall'altro, incentivare la presenza sul mercato degli investitori istituzionali tradizionali (come fondi pensione e assicurazioni) e di investitori alternativi (come fondi di *private equity* e *venture capital*).

Mutuando esperienze già affermatesi in altri ordinamenti, il suggerimento è anche quello di implementare tecniche alternative per l'ammissione a negoziazione e nuove pratiche di mercato (*testing the water*, quotazione diretta) per ottimizzare sia il processo di quotazione sia il passaggio tra diversi segmenti e tipi di mercato.

Andranno poi valutate misure per aumentare l'*appeal* delle nostre imprese nei confronti degli investitori istituzionali. Le imprese italiane si caratterizzano per una bassa percentuale di azioni liberamente negoziabili. Ciò impedisce loro di essere rappresentate nei principali indici di Borsa (i titoli italiani rappresentano solo il 3,6% dell'*MSCI Europe Index*) e le rende meno attraenti per il potenziale bacino di fondi istituzionali indicizzati. Il rapporto sollecita quindi la valutazione di misure per stimolare un aumento del flottante libero, au-

<sup>12</sup> Il riferimento è a pagina 13 del rapporto: <http://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy.htm>.

torizzando strutture di diritto di voto più flessibili, in risposta ai timori, tra fondatori e azionisti di lunga data, circa l'efficacia delle decisioni di importanza fondamentale per il futuro andamento della società, senza compromettere le garanzie di tutela dell'azionista di minoranza.

Secondo il *report* dell'OECD l'attuale incompletezza e incoerenza del quadro normativo, insieme a meccanismi insufficienti a promuovere la partecipazione al mercato da parte degli investitori privati, limita ancora il mercato dei collocamenti privati ai grandi investitori istituzionali e priva un considerevole numero di potenziali investitori privati di opportunità di investimento in aziende in rapida crescita che, dal canto loro, soffrono un problema di bassa liquidità.

In un contesto in cui i mercati dei capitali hanno registrato un'accresciuta presenza sia di investitori tradizionali (fondi pensione e assicurazioni), sia di investitori alternativi (fondi di *private equity* e di *venture capital*), in Italia la dimensione degli investitori istituzionali e la rispettiva allocazione ai mercati azionari e obbligazionari italiani, è esigua rispetto agli altri paesi avanzati.

In tale contesto, sarebbe opportuno condurre un'analisi della struttura dell'attuale sistema pensionistico, in modo tale che un'accresciuta partecipazione del pilastro privato<sup>13</sup> porti vantaggio anche per lo sviluppo di un mercato dei capitali italiano più completo.

Alla luce di quanto raccomandato nel *report*, emerge come l'obiettivo politico prioritario dovrebbe essere quello di garantire che l'agenda delle riforme si traduca in un quadro chiaro e coerente, tale da consentire ad investitori, società ed imprenditori di impegnarsi in investimenti a lungo termine. Infatti, sebbene le raccomandazioni contenute nella relazione costituiscano un piano d'azione, affrontare isolatamente le diverse tematiche non sarebbe proficuo ed efficace.

Questa evoluzione impone una riflessione sulla competitività delle regole del mercato dei capitali e del diritto societario nazionale, in particolare con riferimento alla maggiore onerosità del processo di quotazione in Italia. Il tema della competitività del quadro normativo e regolamentare nazionale risulta particolarmente rilevante non soltanto per le società quotande ma anche per le grandi società italiane già quotate, dal momento che la maggiore flessibilità di ordinamenti societari esteri appare uno degli elementi sottesi alla proposta di trasferimento della sede sociale. Pertanto, meritano un'adeguata analisi i possibili profili di svantaggio competitivo del nostro ordinamento considerato che, nonostante l'introduzione del voto plurimo e del voto maggiorato già presenti anche nel nostro ordinamento a partire dal 2014, negli ultimi anni alcuni<sup>14</sup> gruppi italiani hanno trasferito la sede sociale in altro Stato membro (quasi sempre l'Olanda, salvo in un caso il Lussemburgo), optando quindi per la disciplina societaria estera dello Stato di incorporazione e che regola anche fasi cruciali nell'evoluzione di un emittente, da quella di quotazione (Autorità competente per l'approvazione del prospetto) alla fase successiva della società già quotata (trasparenza degli assetti proprietari, disciplina OPA, disciplina delle OPC, diritti dei soci).

<sup>13</sup>Cfr., 13mo rapporto EFAMA, Asset Management in Europe (dicembre 2021), pag. 42 "AuM by Type of Client and Country at the End of 2020 (share in total AuM)" ove emerge come i fondi pensione siano titolari di solo il 4% degli AuM [https://www.efama.org/sites/default/files/files/Asset%20Management%20Report%202021\\_3.pdf](https://www.efama.org/sites/default/files/files/Asset%20Management%20Report%202021_3.pdf)

<sup>14</sup> Si tratta di sette società delle quaranta componenti l'indice FTSE MIB pari però al 25% della capitalizzazione del FTSE MIB.

## 2.1 IL MERCATO DEL FINTECH

Il 2021 ha registrato a livello globale una forte crescita per il mercato FinTech. Anche in Europa, in linea con il trend mondiale, gli investimenti in Fintech nel primo semestre del 2021 hanno visto un notevole incremento in parallelo agli sviluppi sul fronte regolamentare (v. BOX 4)

In Germania gli investimenti hanno raggiunto la soglia di 2,5 miliardi di dollari<sup>15</sup>. Il *digital banking* e l'assicurazione digitale continuano a essere aree in cui si concentrano maggiormente gli investimenti. Aumenta anche il mercato delle criptovalute. Il 10 giugno u.s. è entrato in vigore in Germania l'*Electronic Securities Act* (*Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren, eWpG*), che consente l'emissione di determinate categorie di titoli (obbligazioni al portatore, obbligazioni garantite c.d. *Pfandbriefe*, alcuni tipi di quote di fondi comuni) mediante l'impiego di tecnologie innovative quali la DLT e stabilisce una cornice normativa per la negoziazione sulla base di registri di titoli elettronici, attribuendo all'autorità di supervisione finanziaria (BaFin) le relative competenze di vigilanza<sup>16</sup>. L'eWpG, oltre a introdurre nell'ordinamento tedesco le *electronic securities*, funge da *omnibus act* apportando una serie di modifiche alle varie discipline settoriali (es. le discipline sul prospetto, sui mercati di borsa e sulle emissioni obbligazionarie). Per altro verso, con specifico riferimento alle criptovalute, il legislatore tedesco non ha ancora provveduto all'introduzione di un regime disciplinare *ad hoc*, limitandosi ad introdurre una definizione di "criptovalute" nel German Banking Act (*Kreditwesengesetz, KWG*) e tentando di ricondurre il fenomeno - ove possibile - al *framework* regolamentare già esistente<sup>17-18</sup>.

Nello stesso periodo in Francia si sono registrati circa 2 miliardi di dollari di investimenti<sup>19</sup>, con il mercato FinTech che si è evoluto molto rapidamente negli ultimi due anni. Gli investitori FinTech in Francia si sono focalizzati su una vasta gamma di opportunità, tra cui InsurTech, servizi B2B (*business-to-business*), sicurezza informatica. Anche la Francia ha effettuato una serie di interventi normativi volti ad adattare il proprio ordinamento giuridico alle innovazioni legate alla tecnologia DLT. Si segnalano, in particolare l'*ordonnance 2017-1674 du 8 décembre 2017 relative à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP) pour la représentation et la transmission de titres financiers* e il relativo decreto che ne precisa le modalità applicative<sup>20</sup>. Tale intervento di riforma ha reso possibile, nell'ordinamento francese, la registrazione e la circolazione di titoli digitali (c.d. *titres financiers digitaux*) per mezzo di tecnologie basate su registri distribuiti. In particolare, il legislatore francese ha scelto di non fare

<sup>15</sup> KPMG, *Pulse of FinTech H1'21*, p. 48.

<sup>16</sup> [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2021/fa\\_bj\\_2107\\_eWpG\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2021/fa_bj_2107_eWpG_en.html)

<sup>17</sup> Con una recente modifica del KWG, entrata in vigore il 1 gennaio 2020, le criptovalute sono state infatti definite come "rappresentazioni digitali di valore che non sono emesse o garantite da una banca centrale o da altra istituzione pubblica e che non si qualificano come moneta o valuta, ma che sono accettate da persone fisiche o giuridiche come mezzo di scambio, di pagamento o di investimento e che possono essere trasferite, depositate o negoziate elettronicamente (esclusa la moneta elettronica)".

<sup>18</sup> In particolare, le criptovalute sono state espressamente incluse nella nozione di "strumenti finanziari" e, ove possibile, sono dunque soggette alla disciplina ad essi applicabile.

<sup>19</sup> KPMG, *Pulse of FinTech H1'21*, p. 49.

<sup>20</sup> *Décret n° 2018-1226 du 24 décembre 2018 relatif à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé pour la représentation et la transmission de titres financiers et pour l'émission et la cession de minibons.*

esplicito riferimento alla tecnologia *blockchain*, optando invece per un più ampio richiamo alla tecnologia DLT che, al suo interno, ricomprende anche la *blockchain*.

In linea con il trend mondiale, **anche il FinTech italiano è in crescita, ma con livelli di investimento più bassi** dovuti in parte anche a fattori di ordine economico, quali l'insufficiente domanda attesa per i prodotti ed i servizi generati dagli investimenti<sup>21</sup>.

**Tra i settori che hanno registrato un maggiore tasso di crescita dei ricavi vi sono il *lending* (+26%),** segmento determinante nel far fronte alla domanda di credito emersa dalle PMI italiane, **e l'InsurTech (+78%)** settore più giovane rispetto ad altri che ha giocato un ruolo chiave nel soddisfare la domanda di tutela e protezione nel campo della salute e della *cybersecurity*, con EBITDA rispettivamente del 13% il primo e dell'8% il secondo.

La diffusione delle tecnologie digitali nel settore finanziario - attraverso l'operatività delle piattaforme che sfruttano il canale online - sta inoltre ampliando il novero di opzioni di investimento, ad esempio attraverso le piattaforme cosiddette di *crowdfunding*.

Tali piattaforme consentono alle persone fisiche e agli investitori istituzionali di finanziare uno o più progetti imprenditoriali sottoscrivendo quote del capitale di rischio di una società (modello equity-based) o concedendo un prestito (modello lending-based). L'attività di queste piattaforme è cresciuta in modo significativo negli ultimi anni: secondo i dati del Cambridge Centre for Alternative Finance, in Italia le risorse mobilitate nel 2020 per il tramite di questi operatori sono ammontate a oltre un miliardo e mezzo di euro, un valore in linea con Francia (circa 1,4 miliardi) e Germania (1,3 miliardi).

Lo sviluppo del comparto potrà essere influenzato anche dal nuovo regolamento (UE) n. 1503/2020<sup>22</sup>, applicabile dal 10 novembre scorso, che introduce una disciplina armonizzata per la prestazione di servizi di crowdfunding a imprese e persone fisiche che agiscono a scopo professionale. Le nuove regole intervengono in un ambito sin qui disciplinato da regimi nazionali specifici, che hanno limitato la prestazione transfrontaliera dei servizi di crowdfunding. La creazione di un quadro europeo armonizzato potrebbe facilitare la crescita del comparto, attraverso lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali e l'aumento delle campagne di raccolta fondi; le piattaforme potranno operare in più paesi dell'UE, agevolando la raccolta fondi (di debito e di capitale) delle PMI nazionali anche presso investitori di altri Stati membri.

**Nei primi 9 mesi del 2021, il valore degli investimenti nelle FinTech italiane ha raggiunto 400 milioni di euro<sup>23</sup>.** Un ammontare che si è però concentrato su pochi *deal* guidati in buona misura dal *Venture Capital* internazionale, con-

<sup>21</sup> Banca d'Italia, *Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano, novembre 2021*, p. 11.

<sup>22</sup> Sono esclusi dall'ambito di applicazione del Regolamento i servizi di *crowdfunding* in favore dei consumatori, per i quali non è al momento previsto un vero e proprio regime di vigilanza; si stanno tuttavia svolgendo riflessioni per introdurre una disciplina a tutela dei prenditori di fondi e degli investitori che operano tramite tali portali, nel contesto dell'attuale revisione della *Consumer Credit Directive* attualmente in corso.

<sup>23</sup> V. PwC, *Osservatorio FinTech PwC 2021*, p. 14.

fermando ancora una certa debolezza degli investimenti nel sostenere la crescita delle aziende startup innovative<sup>24</sup>.

#### BOX 4 – EU Digital Finance Strategy

La *Digital Finance Strategy* adottata dalla Commissione europea nel settembre 2020 è volta a cogliere le opportunità offerte dalla rivoluzione digitale **rendendo disponibili i benefici della finanza digitale** a imprese e consumatori e promuovendo al contempo **una solida disciplina dei rischi**, così da salvaguardare la stabilità finanziaria, la protezione del consumatore, l'integrità del mercato, la concorrenza leale e la sicurezza. Nell'ambito della *Digital Finance Strategy*, composta da un ampio e articolato pacchetto di misure, si inseriscono anche le **due proposte di regolamento UE** relative, rispettivamente, ai mercati delle cripto-attività (**MiCA** – *Markets in crypto-assets*) e all'introduzione di **un regime pilota** per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (DLT – *distributed ledger technology*)<sup>25</sup>.

A fronte di approcci non omogenei adottati da alcuni Stati europei, la proposta **MiCA** risponde all'esigenza di introdurre **un quadro normativo armonizzato** per l'emissione, l'offerta al pubblico o l'ammissione alle negoziazioni di cripto-attività non classificabili come strumenti finanziari e per la prestazione di servizi collegati alle cripto-attività attualmente non disciplinati dalla legislazione europea sui servizi finanziari (cd. *crypto-asset service provider*, CASP). Il Regolamento MiCA non si applica invece alle cripto-attività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari, i.e. ai sensi della MiFID: questi, anche se distribuiti tramite *distributed ledger technology* (DLT), continuano a essere assoggettati alle norme settoriali vigenti.

Viene, in particolare, introdotta una disciplina specifica - basata su regole di trasparenza e prudenziali - per quelli che sul mercato sono definiti genericamente *stablecoin*, nella proposta ripartiti in *asset-referenced token* (ART) ed *e-money token* (EMT), a seconda del sottostante e dei diritti che attribuiscono al possessore<sup>26</sup>; una disciplina semplificata è invece prevista per la categoria "residuale" delle altre cripto-attività, diverse dagli *stablecoin*, come ad esempio le cripto-attività tipo bitcoin (cd. cripto-attività *other than*), per le quali sono previsti, allo stato, esclusivamente obblighi di notifica da parte dell'offerente all'autorità nazionale (e non una vera e propria autorizzazione) e l'imposizione di obblighi di condotta, trasparenza e pubblicità. Il MiCAR introduce inoltre un regime di autorizzazione e supervisione anche sui CASP, cui saranno applicati requisiti prudenziali e organizzativi simili a quelli previsti per gli intermediari tradizionali, nonché obblighi comportamentali nei confronti della clientela. Si intende così dotare l'Unione di un quadro giuridico che disciplini compiutamente le attività di emissione di cripto-attività e di prestazione dei relativi servizi in un contesto sicuro, mitigando i potenziali rischi e rendendo possibile cogliere i benefici offerti dalla tecnologia, quali lo sviluppo di nuovi modelli di business e l'accesso a nuove

<sup>24</sup> V. PwC, Osservatorio *FinTech PwC 2021*. EBITDA *Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization* (MOL - Margine Operativo Lordo), è un indicatore che valuta il profitto di un'impresa, escluse le imposte, gli ammortamenti, i deprezzamenti e gli interessi aziendali.

<sup>25</sup> Completano il pacchetto legislativo: i) il Regolamento DORA, che introduce tra l'altro norme e presidi in materia di resilienza operativa digitale degli intermediari, si propone di mitigare il rischio derivante dall'interconnessione tra i diversi attori del sistema finanziario e la dipendenza degli intermediari da *third party service provider*; introduce un sistema di *oversight* sui fornitori critici di servizi ICT; ii) la cd. "*Amending Directive*" volta a modificare, tra l'altro, la Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II), al fine di introdurre nella definizione di strumento finanziario, ivi prevista all'art. 4(1)(15), anche gli strumenti emessi mediante tecnologia di registro distribuito.

<sup>26</sup> Gli *asset-referenced token* (ART) e gli *e-money token* (EMT) si differenziano innanzitutto in base agli *asset* di riferimento ai fini della stabilizzazione del valore: mentre gli EMT sono riferiti esclusivamente a una determinata valuta ufficiale (per questo motivo, ad essi si rende infatti applicabile la disciplina sulla moneta elettronica), per ART si intendono le cripto-attività, diverse da EMT, che mirano a mantenere un valore stabile facendo riferimento a qualsiasi altro valore o diritto o a una combinazione degli stessi, comprese una o più valute ufficiali.

opportunità di investimento o a nuovi tipi di strumenti di pagamento.

**Il 16 novembre u.s. si è conclusa positivamente la procedura di non obiezione** relativa al **testo di compromesso** formulato dalla **Presidenza slovena**. Il negoziato proseguirà nel 2022 con il trilogio tra le istituzioni dell'Unione. Ad ogni modo, il Regolamento sarà applicabile dopo 24 mesi dall'entrata in vigore, ad eccezione delle disposizioni in materia di *stablecoin* e relativi emittenti, che saranno applicabili dopo 12 mesi dall'entrata in vigore.

L'altra proposta legislativa riguarda, invece, **l'introduzione di un regime pilota per le infrastrutture di mercato che intendano avvalersi della DLT** per l'offerta di servizi di negoziazione e/o di regolamento titoli (DLT *Market Infrastructures*, DLT MI), in relazione alle cryptoattività che rientrano nella definizione di strumenti finanziari. L'obiettivo è consentire la sperimentazione in un ambiente controllato dal punto di vista regolamentare (*regulatory sandbox*), permettendo in tal modo alle autorità rilevanti di acquisire esperienze sulle opportunità e sui rischi connessi, anche in vista della ridefinizione del *framework* normativo di riferimento per il suo adattamento all'evoluzione tecnologica del mercato. Per poter operare, le DLT MI dovranno ottenere un'autorizzazione specifica dalle autorità competenti, che potrebbe essere accompagnata da esenzioni dall'applicazione di alcuni requisiti ex MIFID II e CSDR identificati dal regime pilota stesso come potenziali ostacoli normativi all'impiego della DLT, e, parallelamente, da misure compensative. Con riferimento allo stato attuale dei lavori, nell'ambito del trilogio **il 9 dicembre u.s. si è conclusa positivamente la procedura di non obiezione** riguardante il testo di accordo formulato dalla Presidenza slovena; il testo di compromesso è stato approvato dal **Coreper il 21 dicembre**<sup>27</sup> u.s. in vista della adozione formale, da parte del Consiglio e del Parlamento europeo.

Entrambe le proposte di regolamento MiCA e regime pilota DLT mirano a rispondere alle sfide poste dall'innovazione tecnologica, così da definire **una cornice normativa europea future-proof** adeguata all'era digitale.

La Commissione europea ha indirizzato alle tre autorità di supervisione europee (EBA, ESMA, EIOPA) una richiesta di assistenza tecnica (cd. Call for Advice) in materia di finanza digitale, al fine di verificare se il quadro regolamentare e di vigilanza esistente sia in grado di affrontare adeguatamente i rischi micro- e macro-prudenziali, di tutela dei consumatori e di condotta connessi ai nuovi modelli di business delle banche e degli intermediari finanziari.

Le risposte alla *Call for advice* - trasmesse dalle ESAs alla Commissione il 31 gennaio scorso e pubblicate sui rispettivi siti il 7 febbraio scorso - contengono raccomandazioni circa l'approccio da utilizzare nella regolamentazione e supervisione delle nuove catene del valore, l'estensione delle norme in materia di consolidamento prudenziale e la creazione di un quadro normativo e di vigilanza supplementare per i gruppi misti, la protezione dei consumatori in un contesto digitale, l'alfabetizzazione digitale e finanziaria degli stessi; la prestazione transfrontaliera di servizi in un contesto digitale, inclusi i profili AML/CFT; la necessità di accrescere e strutturare la cooperazione tra autorità finanziarie e non.

Tali raccomandazioni dovrebbero orientare le scelte di policy della Commissione nei prossimi anni.

<sup>27</sup> <https://slovenian-presidency.consilium.europa.eu/en/news/distributed-ledger-technology-member-states-endorse-agreement-reached-with-european-parliament/>

---

### III. IL MERCATO DEI CAPITALI A SUPPORTO DELLA CRESCITA: AREE DI POSSIBILE INTERVENTO

Tenuto conto del quadro descritto, su impulso del MEF è stata avviata in raccordo con Autorità di settore (Consob e Banca d'Italia), associazioni di categoria e operatori di mercato, un'analisi sistematica volta a individuare aree della regolamentazione e delle prassi di vigilanza che appaiono particolarmente critiche, ai fini della competitività dei mercati.

Al riguardo, si sono ravvisate diverse aree di possibile **semplificazione e razionalizzazione**, con potenziali interventi tesi a migliorare il quadro normativo e regolamentare applicabile agli emittenti per rendere più efficiente non solo l'accesso, ma anche la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, senza con questo ridurre i presidi a tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati.

Salvo talune proposte destinate nello specifico alle imprese medio-piccole, le riflessioni e le indicazioni che sono emerse riguardano tendenzialmente tutte le società (quotate e quotande); ciò, nell'ottica di incentivare l'accesso al mercato non solo delle PMI, ma anche delle società di grandi dimensioni.

Le misure realizzabili potranno consistere in modifiche alla norma primaria e/o secondaria o a livello di orientamenti di vigilanza (Q&A, Linee Guida etc). Ciò anche nell'ottica di allineare la disciplina domestica a quella degli altri principali mercati UE, mediante la rimozione di obblighi ed adempimenti ultronei rispetto al quadro di riferimento europeo che si configurano come fenomeni di *gold plating*. Altre misure, invece, richiedono la revisione dei regolamenti di mercato da parte del gestore del mercato e la successiva approvazione da parte dell'Autorità di vigilanza.

Le aree tematiche oggetto di analisi sono quattro. Si presenta di seguito una breve panoramica delle possibili modalità di intervento a fronte delle criticità riscontrate, rinviando all'Allegato tecnico per una più ampia descrizione delle misure discusse.

Queste quattro aree rappresentano ovviamente solo una parte di un più ampio novero di possibili misure e leve attivabili per rafforzare la competitività dei mercati. Alcune di queste sono già oggetto di attenzione e promozione da tempo. Si pensi ad esempio, alle iniziative pubbliche in tema di educazione finanziaria degli individui e delle imprese, come testimoniato dalle numerose attività a tal fine poste in essere dalle Autorità di settore, in stretto raccordo tra loro attraverso il Comitato di Educazione Finanziaria istituito presso il MEF; o, ancora, agli approfondimenti in corso per il potenziamento del ruolo delle imprese di assicurazione come investitori di lungo periodo, attraverso la revisione della pertinente direttiva europea (la c.d. Solvency II).

### **3.1 FACILITARE IL PROCESSO DI LISTING E LA PERMANENZA NEI MERCATI, IN PARTICOLARE DA PARTE DELLE PMI.**

In questa area le misure discusse nell'Allegato tecnico si articolano e sviluppano lungo le seguenti direttrici:

Le misure discusse si muovono lungo le seguenti direttrici:

- i. rendere più agevole l'accesso ai mercati regolamentati, attraverso interventi di semplificazione dei requisiti di ammissione ai mercati di Borsa e in materia di prospetto informativo, tenuto conto del quadro normativo eurounitario;
- ii. favorire la permanenza sui mercati, con un alleggerimento degli oneri connessi per le società che fanno ricorso al mercato dei capitali (intervenendo ad esempio sulla disciplina degli abusi di mercato e degli emittenti titoli diffusi);
- iii. intervenire sugli aspetti concorrenziali dell'ordinamento societario per agevolare le offerte sul mercato secondario e valutare modifiche della disciplina domestica in materia di strutture azionarie a voto multiplo, anche tenendo in considerazione l'esperienza degli altri paesi.

### **3.2 INCORAGGIARE LA PARTECIPAZIONE AI MERCATI DEI CAPITALI ITALIANI DA PARTE DEGLI INVESTITORI.**

Alcuni profili del quadro normativo, insieme a meccanismi insufficienti a promuovere la partecipazione al mercato da parte degli investitori privati, limitano ancora il mercato dei collocamenti privati ai grandi investitori istituzionali e privano un considerevole numero di potenziali investitori privati di opportunità di investimento in imprese in rapida crescita che, dal canto loro, soffrono un problema di carenza di capitali o di eccessiva dipendenza dai canali tradizionali per le proprie esigenze di finanziamento. Come rilevato anche dall'OECD è in atto una tendenza, da parte dei grandi investitori istituzionali, a investire principalmente verso le società quotate di grandi dimensioni i cui titoli sono caratterizzati da una maggiore liquidità, limitando gli investimenti in PMI.

In reazione a questo quadro è emersa la necessità di intervenire con alcuni chiarimenti interpretativi sul regime dei prodotti finanziari illiquidi e complessi, nonché sull'inclusione delle casse di previdenza tra i clienti professionali e sulla possibilità per i gestori attivi di investire, per conto di clienti retail e con le adeguate tutele, in mercati riservati ai professionali. Queste misure si accompagnerebbero alle recenti innovazioni<sup>28</sup> che tendono a individuare una categoria di investitori al dettaglio *qualificati*, a cui sia esteso l'accesso alle offerte sul mercato primario e secondario attualmente riservate agli investitori istituzionali oltre alle iniziative, in fase di studio, per stimolare la nascita di un maggior numero di investitori istituzionali domestici, con particolare riguardo alle PMI.

<sup>28</sup> Si vedano ad esempio: i. la disciplina italiana in materia di debt crowdfunding dove è ammessa la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito da parte di "particolari categorie di investitori" individuate poi dalla Consob nel proprio Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line; ii. la revisione delle modalità di accesso all'investimento in FIA riservati di cui al DM 30/2015 (v. Allegato Tecnico)

### 3.3 VALORIZZARE E POTENZIALITÀ DEL DIGITALE AI FINI DELL'ACCESSO AL MERCATO (DI IMPRESE E INVESTITORI).

Lo sviluppo della **finanza digitale** sta rivoluzionando l'intero settore finanziario con l'introduzione di nuovi modelli di business, operatori, servizi e prodotti, nonché nuove forme di *user experience*. La crescente diffusione di questo fenomeno pone in egual modo nuove sfide per le istituzioni, chiamate a definire un approccio regolamentare e di vigilanza coordinato e condiviso a livello nazionale ed europeo, per **promuovere l'innovazione e rimuovere gli ostacoli al suo sviluppo**, assicurando al contempo l'integrità dei mercati e la tutela di utenti e risparmiatori.

In questo contesto, unitamente all'obiettivo di promuovere l'innovazione tecnologica applicata al settore finanziario grazie al Comitato Fintech e alla *regulatory sandbox*<sup>29</sup>, è emersa l'esigenza di **dotare l'Italia, al pari di altri Stati europei (quali Francia e Germania<sup>30</sup>), di una cornice legislativa che consenta l'emissione e la circolazione in forma digitale di strumenti finanziari tramite tecnologie basate su registri distribuiti (c.d. *distributed ledger technology* - DLT), anche in vista della futura applicazione del regolamento UE relativo al c.d. regime pilota DLT<sup>31</sup>.**

### 3.4 RENDERE IL SISTEMA DI APPLICAZIONE DELLE REGOLE PIÙ EFFICIENTE ED EFFICACE.

Il buon funzionamento di un'economia di mercato non dipende solo dall'adeguatezza del quadro regolamentare. Accanto a norme chiare e di qualità è altrettanto essenziale che i mercati finanziari possano beneficiare di un sistema giudiziario e di *enforcement* amministrativo che sia efficiente ed efficace. Per assicurare la tutela dei diritti di proprietà e l'esecuzione dei contratti occorre che l'esercizio dei poteri propri dell'azione giudiziaria e amministrativa sia condotto non solo correttamente ma anche in modo da assicurare tempestività delle decisioni, e prevedibilità di interpretazione delle norme, per garantire - in sintesi - “la

<sup>29</sup> Presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, è stato istituito il Comitato FinTech quale spazio di condivisione di esperienze e best practices, di confronto e di proposta, a cui le autorità operanti in ambito FinTech contribuiscono con l'obiettivo di progettare policy condivise e coordinate. Con il medesimo Decreto Crescita è stata introdotta nel nostro ordinamento la cd. *regulatory sandbox*, disciplinata con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze n. 100 del 30 aprile 2021, entrato in vigore il 17 luglio 2021, quale ambiente “protetto” nell'ambito del quale gli operatori FinTech possono testare, per un periodo di tempo limitato e sotto il controllo delle autorità di vigilanza, servizi e prodotti innovativi nei settori bancario, finanziario e assicurativo, mediante l'impiego delle nuove tecnologie. La prima finestra temporale per presentare le richieste di ammissione alla sandbox si è chiusa il 15 gennaio 2022. La finestra, aperta per la durata di due mesi, pari a quella massima consentita dal D.M. n. 100/2021 (il “Decreto”) attuativo del sandbox e non prevedeva limiti numerici o tematici ai progetti ammissibili. Potevano presentare domanda: i) intermediari vigilati (italiani o esteri in mutuo riconoscimento), ii) soggetti interessati a svolgere attività riservate previa autorizzazione; e iii) operatori fintech (italiani o esteri). La risposta del mercato a questa prima finestra è stata positiva, risultato di una proficua interlocuzione con l'industria che, in linea con quanto previsto dal Decreto, ha consentito di orientare gli operatori nello sviluppo dei progetti e nel corretto inquadramento degli stessi all'interno della nuova cornice regolamentare.

<sup>30</sup> Per un approfondimento sulle iniziative di Francia e Germania, v. il par. 2.1 (*Dati Fintech gap*).

<sup>31</sup> Sui contenuti della proposta di regolamento UE riguardante il regime pilota DLT, v. il box 4.

certezza del diritto”<sup>32</sup>: un profilo fondamentale per gli agenti economici e le scelte di investimento.

Negli ultimi anni l'Italia ha intrapreso significative riforme per migliorare l'efficienza del sistema giudiziario e della pubblica amministrazione<sup>33</sup>. Come raccomandato dall'OECD nel rapporto citato, è importante che si prosegua nell'opera di potenziamento del quadro istituzionale a supporto della competitività dei mercati. Sotto questo profilo, la disciplina della responsabilità civile dei funzionari delle autorità di vigilanza è uno dei profili segnalati dall'OECD tra gli elementi di debolezza dell'assetto istituzionale italiano<sup>34</sup>. Come descritto nell'Allegato tecnico, la questione concerne il più ampio tema della cd. “amministrazione difensiva”, espressione che identifica il rischio che il funzionario amministrativo resti inerte ovvero procrastini il momento di adozione di decisioni facendo leva su aspetti procedurali e istruttori, per timore che da quelle decisioni possano derivare disutilità individuali e, in particolare, responsabilità a proprio carico (patrimoniali e non)<sup>35</sup>.

Nella prospettiva di potenziare la capacità delle Autorità di vigilanza di attrarre, curare la formazione e assicurare la fidelizzazione di personale di elevata competenza, altri profili di analisi potrebbero concernere: le forme di mobilità del personale tra le Autorità di supervisione e le altre parti della pubblica amministrazione, anche con riguardo alle Autorità europee; l'efficacia dell'attuale politica sul periodo di *cooling off* con riferimento alla dirigenza.

---

<sup>32</sup> Va al riguardo ricordata l'importanza che tanto nella definizione quanto nell'applicazione e interpretazione del quadro normativo si tengano nella dovuta considerazione gli incentivi e deterrenti di natura economica che incidono sugli operatori economici. Questa contaminazione va perseguita non solo nella formazione dei giuristi e degli economisti, ma anche promuovendo concretamente l'operare congiunto delle due competenze negli apparati amministrativi e negli uffici giudiziari.

<sup>33</sup> Tra queste, per economia dello scritto ci si limita a ricordare il potenziamento dei meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie, come l'Arbitro bancario finanziario (ABF) della Banca d'Italia e l'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) presso la CONSOB, nonché la semplificazione delle procedure di ristrutturazione delle imprese in crisi.

<sup>34</sup> Le Autorità del Regno Unito, della Francia e dei Paesi Bassi non sono considerate responsabili nel caso in cui il prospetto risulti falso inesatto o incompleto. L'approvazione da parte delle predette Autorità non implica che le stesse abbiano espresso un giudizio sull'accuratezza o completezza delle informazioni fornite. Analogamente, i funzionari preposti alla revisione del prospetto non sono personalmente responsabili nel caso i cui il prospetto sia falso, impreciso o incompleto.

<sup>35</sup> In Italia il regime di responsabilità è sancito nell'art. 24, c. 6-bis della Legge sul Risparmio (L. 262/05) dove viene esplicitamente stabilito che, nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo, la Banca d'Italia, la CONSOB, l'IVASS, la COVIP e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, i componenti dei loro organi nonché i loro dipendenti rispondono dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave. Con specifico riferimento alla Consob e in occasione della consultazione pubblica sullo schema di decreto legislativo recante le modifiche del TUF per l'adeguamento al Regolamento UE 2017/1129 in tema di prospetto informativo, è stato evidenziato come l'attuale regime di responsabilità civile possa rappresentare un freno o un rallentamento all'approvazione dei prospetti per il significativo rischio di contenzioso legale.

---

## IV. QUADRO DI SINTESI

Dall'analisi, riportata nell'Allegato tecnico, delle problematiche esaminate emergono alcune caratteristiche strutturali del nostro ordinamento la cui riconsiderazione potrebbe contribuire notevolmente alla definizione di un quadro normativo e regolamentare più efficace e competitivo.

A tal fine occorre in particolare considerare la revisione degli assetti normativi e istituzionali, nell'ambito della disciplina del mercato dei capitali e del diritto societario, che - in conseguenza della stratificazione di norme, primarie e secondarie, regole di quotazione e prassi amministrative - conducono a vincoli più stringenti e costi maggiori rispetto a quanto richiesto del diritto europeo armonizzato (cd. casi di "goldplating") e non risultano sostenute da adeguata motivazione, rappresentando delle eccezioni nel confronto europeo.

Un esempio è quello della disciplina del prospetto, che in Italia: i. ha assunto storicamente dimensioni e costi di redazione più corposi rispetto a quanto si riscontra negli ordinamenti concorrenti; ii. è limitato dalla disciplina del regime linguistico; iii. ha tempi di approvazione che appaiono, in base alle evidenze empiriche raccolte, più lunghi e sostanzialmente incerti rispetto a quelli normalmente praticati negli altri ordinamenti. Ancora, tra le materie che hanno aumentato l'onerosità dello status di quotazione si rilevano: la disciplina degli abusi di mercato (ad esempio, con particolare riferimento alle regole nazionali che estendono l'ambito di applicazione soggettivo delle comunicazioni di *internal dealing* in capo agli azionisti rilevanti, benché il regolamento europeo faccia solo riferimento alle operazioni dei manager); la disciplina degli aumenti di capitale e delle altre operazioni funzionali alla ricapitalizzazione delle imprese; la disciplina sostanziale e, in particolare, il regime sanzionatorio applicabile alla disciplina delle remunerazioni e delle operazioni con parti correlate per le società quotate. Alcuni di questi fenomeni sono stati favoriti anche dalle peculiarità dell'ordinamento nazionale, come ad esempio la disciplina delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante (cd. "società diffuse").

Quanto ai mercati, le evidenze mostrate in apertura del documento segnalano margini di miglioramento per quanto concerne l'accesso ai mercati regolamentati. L'auspicio è che le misure discusse nell'Allegato tecnico consentano di rimuovere gli ostacoli descritti e permettano anche di valorizzare gli elementi di competitività che già oggi l'Italia esibisce. In tal senso, il segmento STAR di Borsa Italiana rappresenta sicuramente un'innovazione di successo sul mercato italiano, promuovendo presso la comunità finanziaria le società più meritevoli sulla base di criteri oggettivi che misurano l'apertura verso gli interessi degli investitori. Si ritiene importante che anche a seguito dell'aggregazione con Euronext si continui per questa via a valorizzare le eccellenze presenti sul listino italiano, con riflessi positivi sia per gli investitori che per gli emittenti maggiormente attenti alle esigenze del mercato. La dimensione pan-europea del nuovo azionista potrebbe portare ad

espandere i confini STAR, creando un indice PMI di eccellenza a livello europeo capace di attirare anche gli investitori passivi.

Per quanto concerne i sistemi multilaterali di negoziazione il modello *Euronext Growth Milan* ha rappresentato un'importante novità per il mercato azionario italiano e, grazie anche ad un quadro regolamentare sempre più definito<sup>36</sup>, il riscontro da parte degli operatori di mercato è positivo. Occorre però fare attenzione a che lo “scalino regolamentare”, che distingue questo mercato da quello regolamentato, ritorni all'altezza originaria in modo da preservare le caratteristiche peculiari delle diverse sedi di negoziazione, messe invece in discussione dalla progressiva estensione anche agli MTF di normative previste per i mercati regolamentati sia in via diretta (es. MAR) che indiretta (es. OPC).

Su un piano ancora più alto sarà anche opportuno interrogarsi sulla funzione istituzionale svolta dai mercati di crescita all'interno del *funding escalator*<sup>37</sup> in considerazione delle possibili evoluzioni delle infrastrutture di mercato anche sotto la spinta dell'evoluzione tecnologica e dell'emersione di nuove forme di intermediazione (es. piattaforme di *equity* e *lending*, *direct listing*). Non è da escludere infatti che tali mercati e prassi applicative ricoprano in futuro un ruolo a sé stante di finanziamento della crescita imprenditoriale a prescindere dalla successiva quotazione sul mercato regolamentato e con potenziale innovazione dell'attività svolta dagli attuali attori del sistema.

In conclusione, dall'analisi in corso emerge l'esigenza di un approccio proattivo che favorisca l'efficace funzionamento degli strumenti offerti dall'ordinamento societario e dei mercati finanziari, agendo su una pluralità di fronti, riguardanti tanto l'adeguatezza del quadro normativo e regolamentare quanto le modalità attraverso cui le norme sono in concreto interpretate e applicate. Come anticipato in premessa, in questo contesto si colloca questo Libro Verde, volto a stimolare una discussione ampia e inclusiva, e su questa base avviare il percorso di revisione del quadro delle regole e della loro efficace ed efficiente applicazione.

<sup>36</sup> Già nel 2018 sono state introdotte importanti modifiche, tra le quali il numero minimo di investitori istituzionali e la pubblicazione dell'intervallo di prezzo in sede di IPO, la nuova disciplina per SPAC e FIA oltre che la già citata introduzione della ricerca obbligatoria. A luglio 2020 si sono introdotte modifiche regolamentari in merito alle operazioni di OPA su titoli negoziati su *Euronext Growth Milan* (AIM Italia).

<sup>37</sup> Lo stadio di sviluppo di un'impresa, i suoi obiettivi di crescita, l'innovatività, le operazioni e il profilo di credito ne determinano le esigenze di finanziamento. Per *funding escalator* si intende l'insieme delle modalità di finanziamento di un'impresa in funzione della sua crescita dimensionale e della sua specializzazione nel tempo.

---

## ALLEGATO TECNICO

### A. MIGLIORARE IL PROCESSO DI LISTING IN ITALIA E RENDERE PIÙ EFFICIENTE L'ACCESSO E LA PERMANENZA NEI MERCATI, IN PARTICOLARE DA PARTE DELLE PMI

#### Ammissione alla quotazione

A livello di norma primaria, si riscontra in primo luogo la necessità di procedere ad una razionalizzazione della procedura di ammissione - eliminando sovrapposizioni di adempimenti e duplicazioni di oneri e andando a modificare la disciplina di cui al TUF, anche con riferimento alle condizioni di quotazione per determinate società<sup>38</sup>. Tale snellimento consentirebbe agli operatori di beneficiare di maggiore flessibilità operativa senza ridurre il livello di protezione per gli investitori e gli operatori.

Con specifico riguardo alle PMI, sussistono delle complessità di tipo regolamentare inerenti al transito da un mercato di crescita (SME Growth Market) ad un mercato regolamentato e, pertanto, occorrerebbe semplificare le vigenti procedure, al fine di rafforzare ulteriormente la posizione di *Euronext Growth Milan* come piattaforma per quelle PMI con un alto potenziale di crescita (e così motivare esigenze di quotazione specifiche, consentendo una transizione più fluida verso il mercato principale per le società che soddisfino determinati criteri di quotazione e rendicontazione)<sup>39</sup>. In quest'ottica, i mercati di crescita per le PMI dovrebbero più compiutamente assolvere la funzione di incubazione prima, e piattaforma di transizione dopo, per gli emittenti che decidessero di passare al mercato superiore senza però che tale passaggio risulti eccessivamente gravoso. È opportuno richiamare inoltre che è in corso da parte di Consob un'attività di verifica e di "attualizzazione" delle comunicazioni/raccomandazioni, precedentemente

---

<sup>38</sup> Considerato che si tratta di emittenti che già affrontano rilevanti oneri per assicurare piena trasparenza al mercato (MAR, certificazione del bilancio e pubblicazione semestrale), appare opportuno considerare una semplificazione della disciplina prevista dal gestore del mercato per il passaggio da Euronext Growth Milan (AIM Italia) a Euronext Milan (MTA) affinché tali emittenti non debbano sostenere costi di *compliance* eccessivi e potrebbe valutarsi altresì un "fast track" del relativo procedimento autorizzatorio in Consob per ridurre i tempi. Si segnala anche l'opportunità di fornire specifiche linee guida Consob nelle quali evidenziare che l'istituto del *pre-filing*, già applicabile anche per i passaggi dai mercati sopra citati, possa essere maggiormente utilizzato in tale contesto, e indicare puntualmente gli elementi informativi utili all'Autorità ai fini dell'esame preliminare (business, principali contratti, dati finanziari, rischi).

<sup>39</sup> Considerato che si tratta di emittenti che già affrontano rilevanti oneri per assicurare piena trasparenza al mercato (MAR, certificazione del bilancio e pubblicazione semestrale), appare opportuno considerare una semplificazione della disciplina prevista dal gestore del mercato per il passaggio da Euronext Growth Milan (AIM Italia) a Euronext Milan (MTA) affinché tali emittenti non debbano sostenere costi di *compliance* eccessivi e potrebbe valutarsi altresì un "fast track" del relativo procedimento autorizzatorio in Consob per ridurre i tempi. Si segnala anche l'opportunità di fornire specifiche linee guida Consob nelle quali evidenziare che l'istituto del *pre-filing*, già applicabile anche per i passaggi dai mercati sopra citati, possa essere maggiormente utilizzato in tale contesto, e indicare puntualmente gli elementi informativi utili all'Autorità ai fini dell'esame preliminare (business, principali contratti, dati finanziari, rischi).

dalla stessa emanate, in un’ottica di razionalizzazione o eliminazione, laddove le stesse rappresentino oggi casi di *gold plating* rispetto alla disciplina europea.

Una ulteriore tematica concerne l’applicazione del Regolamento PRIIPs e la connessa necessità di predisposizione del KID per i prodotti emessi da imprese non finanziarie in relazione ad operazioni societarie (ad es. diritti di opzione e warrant connessi alle operazioni di aumento di capitale). Sul punto, sono in corso riflessioni in ambito europeo, nel contesto della Review della disciplina in questione, volte a chiarirne la portata e apportare eventuali modifiche al dettato regolamentare in ottica di semplificazione. Inoltre, la Consob si è resa disponibile ad un confronto con l’industria per l’elaborazione di **Linee Guida per la redazione del KID**, nei limiti di quanto previsto dalla disciplina europea, al fine di ridurre gli oneri per i soggetti interessati. Potrebbe inoltre valutarsi l’introduzione di accorgimenti tecnici a beneficio delle PMI utili a compilare in forma standardizzata il contenuto del KID. Sul punto sono in corso approfondimenti.

È in corso di approfondimento la semplificazione di alcuni aspetti e requisiti di quotazione di Borsa Italiana, in particolare, anche alleviando a determinate condizioni alcuni obblighi documentali degli emittenti, considerati eccessivamente gravosi o non più indispensabili. A tal proposito, si tratterebbe di potenziali modifiche alle disposizioni del gestore del mercato, senza interventi su norme primarie o secondarie e nel presupposto che si garantiscano ottimali condizioni di tutela degli investitori e di corretto funzionamento del mercato<sup>40</sup>. Un ulteriore aspetto su cui è opportuno proseguire nelle riflessioni, attiene alla possibile **revisione della disciplina dello sponsor**, attraverso alcune modifiche al Regolamento Emittenti e alle “Istruzioni” di Borsa Italiana<sup>41</sup>. Potrebbe inoltre essere opportuno avviare

<sup>40</sup> In questo senso si potrebbero valutare misure volte principalmente alla revisione dei documenti rilevanti nel contesto della procedura di ammissione in linea con quanto già accade in altri Paesi dell’UE. Una delle ipotesi potrebbe consistere nell’eliminare il requisito di elaborare e depositare un Memorandum, approvato dall’organo amministrativo, descrittivo del Sistema di controllo di gestione adottato dall’emittente e dalle principali società del gruppo ad esso facente capo. Ciò in quanto la prassi dell’industria sul punto appare essersi ormai consolidata e conseguentemente potrebbe risultare esaurita la funzione originaria del documento. Si potrebbe anche valutare l’eliminazione dell’obbligo di depositare presso Borsa Italiana, in sede di domanda di ammissione a quotazione, il Piano industriale consolidato dell’esercizio in corso e dei due esercizi seguenti. In tale ipotesi il Piano industriale verrebbe in ogni caso trasmesso allo Sponsor dopo che una società di revisione, ai fini del budget, attesterà al listing agent che i dati di budget sono stati determinati dall’emittente dopo attento e approfondito esame delle prospettive economiche e finanziarie dell’emittente e del gruppo ad esso facente capo. Altre semplificazioni potrebbero riguardare documenti già di dominio pubblico (come a titolo di esempio le informazioni sul sistema di governo societario o la copia dei fascicoli relativi agli ultimi tre bilanci annuali, già contenuti nel prospetto).

<sup>41</sup> Potrebbe essere valutato un rimodellamento della figura dell’intermediario incaricato della domanda di ammissione attribuendo allo stesso almeno una tra la funzione di *global coordinator* e quella di *book runner*, anziché svolgere, come in passato, il ruolo di capofila (*lead manager*) dell’offerta al pubblico o del collocamento istituzionale. Nel continuare a rappresentare il riferimento per le interlocuzioni con Borsa Italiana nel contesto della procedura di ammissione, lo Sponsor potrebbe inoltre vedere ridefiniti i propri oneri e responsabilità nel senso di una rimodulazione delle attestazioni che a disciplina vigente è chiamato a fornire (a titolo di esempio: l’attestazione di tutti i dati e i fatti di cui è venuto a conoscenza nel corso della propria attività e che dovrebbero essere presi in considerazione ai fini dell’ammissione alla quotazione (art. 2.3.4, comma 2, lett. a); la dichiarazione di non essere venuto a conoscenza di elementi tali da far ritenere che l’emittente e le principali società del gruppo non abbiano adottato al proprio interno un Sistema di controllo di gestione conforme a quello descritto dall’emittente nel citato Memorandum (art. 2.3.4, comma 2, lett. c); la dichiarazione di essersi formato il convincimento che i dati previsionali esibiti nell’ambito del piano industriale, relativi all’esercizio in corso alla data di presentazione della domanda di quotazione, sono stati determinati dall’emittente dopo attento e approfondito esame documentale delle prospettive economiche e finanziarie dell’emittente e del gruppo

una riflessione circa il regime responsabilità dello sponsor, anche tenendo in considerazione le esperienze già consolidate in altri importanti mercati europei<sup>42</sup>.

In merito alla possibile implementazione di tecniche alternative per l'ammissione a negoziazione, si sottolinea che, in tale prospettiva, saranno oggetto di analisi alcune possibili modifiche dirette a facilitare il *direct listing* nel rispetto del mantenimento di adeguati presidi di tutela degli investitori<sup>43</sup>.

Infine, potrebbe essere esaminata una eventuale revisione del regime di responsabilità del collocatore per informazioni false o per omissioni nel prospetto<sup>44</sup>.

## Disciplina del Prospetto

Tra le misure volte a semplificare i requisiti di ammissione legati all'offerta al pubblico e, in generale, a migliorare il processo di *listing* in Italia, particolare attenzione va posta a quelle in tema di Prospetto che, per portata ed importanza, sono tali da meritare una trattazione separata.

Nell'ambito del processo di realizzazione della prima fase della *Capital Markets Union*, i co-legislatori europei hanno approvato il Regolamento (UE) 2017/1129, c.d. Regolamento Prospetto, relativo al prospetto informativo da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

L'ordinamento nazionale, tramite il decreto legislativo 2 febbraio 2021, n. 17 e le modifiche apportate dalla Consob alla regolamentazione di secondo livello (che hanno peraltro completato la disciplina sui documenti di esenzione)<sup>45</sup>, è stato adeguato a quanto statuito a livello europeo. Tuttavia, nonostante l'introduzione di rilevanti novità rispetto alla disciplina previgente in materia, sussistono ancora margini per ulteriori interventi normativi a livello nazionale. Ad avviso di alcune delle associazioni rappresentative dei partecipanti al mercato permarrrebbero, infatti, diverse complessità e difformità applicative rispetto a quanto previsto dagli

---

<sup>42</sup> Nel Regno Unito la responsabilità dello sponsor non è estesa all'IPO ma limitata alla sola sua condotta di cui risponde all'Autorità, mentre in Francia è prevista una responsabilità civile verso il mercato, per i danni conseguenti alla sua condotta, solo quando tale soggetto agisce anche come global coordinator.

<sup>43</sup> A tal proposito, si segnala che le prassi internazionali (oltre che un costante processo di innovazione nelle modalità di *fundraising* delle società aperte) hanno recentemente posto al centro dell'attenzione il tema del *self placement*, ovvero dell'auto-collocamento di azioni della società senza utilizzare degli intermediari finanziari o una procedura di offerta al pubblico. La possibilità di auto-collocamento per una società italiana risulta oggi limitata, in particolare per via della disciplina dell'Offerta Fuori Sede ("OFS") di cui all' Art. 30 del TUIF, che potrebbe quindi essere modificata al fine di prevedere, in certi casi e a determinate condizioni, un ampliamento delle esenzioni dalla disciplina della OFS ai casi di auto-collocamento ove non vi sia un chiaro *need of protection*.

<sup>44</sup> Ad esempio, in sede di revisione dell'art. 94, comma 7, TUF, si potrebbe valutare un eventuale alleggerimento dell'onere della prova in capo a tale soggetto. Inoltre, si potrebbe valutare se restringerne la responsabilità affinché il responsabile del collocamento non debba rispondere di tutte le informazioni false fornite ovvero delle omissioni idonee ad influenzare le decisioni degli investitori senza la possibilità di limitarla alle parti di propria competenza (così come per l'emittente) o se prevedere che tale responsabilità non debba essere necessariamente solidale con l'emittente (così da evitare di rispondere per fatti illeciti altrui).

<sup>45</sup> Giova ricordare come il Regolamento Prospetto prevede alcuni casi di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per le offerte e le ammissioni a quotazione di titoli emessi in occasione di operazioni di fusione, scissione e offerte pubbliche di scambio (OPSC). In tali circostanze, il Regolamento stabilisce che, per l'applicazione dell'esenzione da prospetto, in luogo del documento contenente informazioni considerate dall'autorità competente equivalenti a quelle del prospetto, venga pubblicato un documento di esenzione contenente informazioni sull'operazione e sul suo impatto sull'emittente, redatto dall'emittente/offerdente in conformità agli schemi indicati nel Regolamento Delegato (UE) 2021/528.

altri Stati membri. Da tale situazione deriverebbero ricadute negative in termini di tempi e di costi in assenza di sostanziali benefici per gli investitori.

Vi sarebbero, dunque, delle aree rispetto alle quali risulta opportuno intervenire ulteriormente al fine di semplificare e razionalizzare la disciplina, rendendo, in tal modo, più attraente per le imprese l'accesso e la permanenza nei mercati e, nel contempo, fornire agli investitori un'informazione maggiormente chiara e rispondente alle effettive esigenze connesse all'assunzione di determinate scelte.

In particolare, un primo profilo concerne il contenuto e le dimensioni stesse del prospetto informativo.

Sul punto va evidenziato che l'eccessiva corposità dei prospetti informativi può determinare significative ricadute in termini di chiarezza delle informazioni. Tale fenomeno è attualmente oggetto di esame in sede europea, dal momento che è allo studio l'introduzione di un limite di pagine per tutti i prospetti, in analogia con quanto già previsto per il prospetto UE della ripresa<sup>46</sup>.

**L'eccessiva informazione rischia, in definitiva, di generare gli stessi effetti negativi di una carenza di informazioni.**

Di qui l'opportunità di adottare misure volte al contenimento numero di pagine del prospetto informativo per l'ammissione a quotazione e per gli aumenti di capitale successivi<sup>47</sup>, anche nel solco di un recente *trend* in questa direzione<sup>48</sup>, selezionando le informazioni maggiormente importanti per il risparmiatore-investitore, in modo che, tramite un documento dalle dimensioni contenute, abbia la possibilità di comprendere i rischi dell'investimento. Viene dunque richiesto un lavoro di sintesi che possa rendere il prospetto qualitativamente migliore e funzionale allo scopo<sup>49</sup>.

<sup>46</sup> In linea con gli obiettivi dell'*Action Plan* di settembre 2020 sulla *Capital Market Union*, la Commissione UE ha avviato una consultazione, che si concluderà l'11 febbraio 2022, al fine di raccogliere contributi utili per rendere più attraente, soprattutto per le SMEs, la quotazione sui mercati dell'Unione Europea e facilitare l'accesso al mercato. Nel documento citato viene rilevato come diversi professionisti del settore hanno sottolineato che la crescente lunghezza e complessità della documentazione del prospetto è uno dei costi più importanti associati al processo di quotazione. Secondo un sondaggio che ha analizzato la lunghezza media del prospetto IPO per le 10 IPO più recenti nei principali mercati dell'UE a marzo 2019, la lunghezza mediana di un prospetto IPO era di 400 pagine in Europa, con divergenze significative tra i paesi, che vanno da 250 pagine nei Paesi Bassi a oltre 800 pagine in Italia. (cfr. pag. 19 - [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/2021-listing-act-targeted-consultation-document\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2021-listing-act-targeted-consultation-document_en.pdf)).

<sup>47</sup> Nella specie, è stato proposto di intervenire mediante l'emanazione di linee guida da parte della CONSOB ai sensi dell'articolo 20, comma 7, del Regolamento Prospetto, con raccomandazione per gli emittenti di contenere lunghezza del prospetto IPO in 300 pagine, salvo eccezioni, su richiesta dell'emittente stesso, in casi particolari (ad esempio con riferimento a società che presentano storia finanziaria complessa). Tale misura potrebbe essere estesa a tutte le società, PMI e non.

<sup>48</sup> In particolare, si evidenzia che a seguito dell'applicazione del nuovo regolamento UE sul prospetto e in particolare della possibilità di utilizzo del prospetto semplificato per il transfer da AIM a MTA gli ultimi 9 prospetti approvati da Consob tra il 2019 e il 2021 e relativi al passaggio da AIM a MTA sono stati tutti inferiori alle 580 pagine (con un valore medio pari a 267 pagine); con riferimento all'IPO, gli ultimi 7 prospetti approvati, nel medesimo periodo di tempo, sono stati tutti inferiori a 620 pagine (con un valore medio pari a 426 pagine).

<sup>49</sup> Al riguardo è opportuno ricordare che il Consiglio e il Parlamento dell'Unione Europea, tra le misure di reazione rapida alla crisi pandemica e volte a rilanciare e rafforzare il ruolo dei mercati (*Capital Market Recovery package*), hanno concordato di modificare il Regolamento Prospetto per introdurre un nuovo prospetto UE della ripresa (*Recovery Prospectus*) che potrà essere utilizzato dalle società con azioni quotate da almeno 18 mesi per realizzare aumenti di capitale mediante emissione, entro un periodo di 12 mesi, di nuove azioni fungibili che rappresentino fino al 150% delle azioni emesse e negoziate alla data di approvazione del *Recovery Prospectus*. Ciò al fine di evitare emissioni con effetto altamente diluitivo e garantire nello stesso tempo che il *Recovery Prospectus* possa essere utilizzato per una ricapitalizzazione significativa delle società. In particolare, il *Recovery Prospectus* ha un formato e contenuti semplificati e ridotti alle informazioni essenziali e viene approvato in termini più brevi dall'autorità competente.

Tale intervento, peraltro, si porrebbe in linea con la *ratio* sottesa alle principali modifiche introdotte a livello europeo in merito al contenuto del prospetto con l'obiettivo di renderlo semplice e sintetico.

Nel medesimo senso, a livello nazionale, nel contesto della presente iniziativa, la Consob nel dicembre 2021 ha sottoposto al mercato alcune ipotesi di intervento in via regolamentare volte a:

a) ottimizzare i tempi di approvazione del prospetto in linea con gli obiettivi perseguiti dalla legislazione europea<sup>50</sup>, ovviando in particolare a quei margini di incertezza (con riferimento alla completezza delle informazioni e dei documenti a corredo della domanda di approvazione del prospetto) che derivano dall'attuale regolamentazione in relazione al computo dei termini per l'approvazione dei prospetti e che possono incidere sull'efficace svolgimento del processo di scrutinio del documento da utilizzare per la raccolta di capitali<sup>51</sup>;

b) potenziare il c.d. *prefiling*, ossia la possibilità per gli emittenti e gli offerenti di avviare un dialogo preventivo con l'Autorità prima del formale avvio dell'istruttoria, oggi limitato solo a eventuali specificità riguardanti l'operazione di offerta, in modo da consentire un più ampio ricorso all'istituto in parola ai fini dell'esame preliminare del prospetto;

c) autorizzare la redazione del prospetto informativo in lingua inglese per offerte promosse in Italia, prevedendo che la nota di sintesi debba essere comunque tradotta in lingua italiana.

Ulteriori fenomeni rispetto ai quali è emersa la necessità di un intervento, riguardano la sussistenza di talune raccomandazioni e/o comunicazioni in precedenza emanate dalla Consob in materia di prospetti informativi, che risultano superate alla luce delle nuove regole europee sul prospetto. Tale esigenza già sta trovando un primo riscontro concreto nei lavori - come già anticipato attualmente in corso - di "attualizzazione" da parte di Consob del complesso delle raccomandazioni e comunicazioni emanate dalla medesima, alla luce del mutato quadro normativo di riferimento.

Sempre in un'ottica di semplificazione e razionalizzazione della normativa in materia, è stato proposto di procedere a una revisione degli **obblighi di pubblicazione sulla stampa**<sup>52</sup>. In particolare, in linea con la c.d. *Direttiva Transparency*

---

<sup>50</sup> La normativa nazionale in materia è contenuta nell'articolo 94 del TUF e, quella di dettaglio, nel Regolamento Emittenti della Consob (articoli 8 e 53). In particolare, è stato rilevato come nel Regolamento Emittenti siano previsti termini e procedure per l'approvazione del prospetto non previsti, invece, dalla disciplina comunitaria. L'esigenza di allineare la disciplina nazionale a quella europea è stata rilevata anche per quanto concerne i termini stabiliti in caso di richieste di modifiche e/o informazioni supplementari da parte dell'autorità competente (Consob). Segnatamente, l'articolo 20 del Regolamento Prospetto prevede che i termini generali per l'approvazione del prospetto possono essere interrotti, una sola volta, nel caso in cui l'autorità competente richieda un'integrazione delle informazioni in questo contenute. Dalla presentazione di tali integrazioni inizia a decorrere un nuovo termine, non più differibile, di soli dieci giorni (o cinque nel caso di prospetti redatti da emittenti frequenti). Il Regolamento Emittenti (articolo 8, comma 5), invece, in caso di richieste di modifiche o informazioni supplementari da parte della Consob, prevede dei termini massimi non contemplati dalla normativa europea. Interventi in tal senso potrebbero essere opportuni in un'ottica di razionalizzazione della disciplina, nonché al fine di realizzare una più marcata aderenza a quanto strettamente previsto dall'ordinamento europeo, tenuto conto delle regole generali che disciplinano i procedimenti amministrativi.

<sup>51</sup> A tal fine è inoltre opportuno evidenziare che è in corso una *peer review* da parte dell'ESMA sulle modalità con le quali le Autorità di vigilanza approvano e verificano i prospetti.

<sup>52</sup> Ai sensi dell'articolo 113-bis, comma 2, TUF, "La Consob: a) determina con regolamento i contenuti del prospetto e le relative modalità di pubblicazione ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali, e di aggiornamento del prospetto dettando specifiche disposizioni

(Direttiva 2004/109/CE) ed il c.d. Regolamento MAR (Regolamento (UE) n. 596/2014), è stato proposto un miglioramento del sistema di comunicazione delle informazioni al mercato, che attualmente prevede l'utilizzo dei Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate (SDIR) e dei siti internet degli emittenti, in modo da consentire il contestuale adempimento degli obblighi di pubblicità senza costi per l'emittente.

Per favorire una riduzione dei costi di *compliance* e di informativa periodica, gli obblighi di pubblicazione su stampa delle informazioni regolamentate e dell'avviso di convocazione dell'assemblea<sup>53</sup>, essendo previsti solo a livello nazionale, potrebbero essere rivisti alla luce delle modifiche intervenute al quadro europeo sopra citato e alla maggiore diffusione degli strumenti di comunicazione digitali. Tali proposte, tuttavia, necessitano di ulteriori ponderate riflessioni, valutando se ed in che misura sia anche appropriato prevedere l'utilizzo dei sistemi informatici in via complementare, e non sostitutiva, della carta stampata. **Ciò al fine di garantire la pubblicazione del documento su entrambi i mezzi di comunicazione e, dunque, la conoscibilità dello stesso a tutti i potenziali investitori, a prescindere dal canale di informazione che venga utilizzato.**

In tal senso appare invece largamente condivisa tra gli operatori sinora consultati l'opportunità di sostituire, per la pubblicità dei patti parasociali ai sensi dell'art. 122, TUF, il deposito presso il Registro delle Imprese con la loro pubblicazione tramite SDIR.

### **Disciplina delle società quotate**

Un'altra area di miglioramento concerne gli aspetti concorrenziali dell'ordinamento societario. Dall'esame della disciplina avente un immediato impatto sugli assetti organizzativi e amministrativi delle società quotate si evince come alcune peculiarità della disciplina italiana, sovente frutto di scelte di *goldplating* o comunque di una disciplina più rigorosa rispetto ad altri paesi dell'Unione europea, possano contribuire a una minore attrattività del nostro ordinamento. In particolare, considerato l'impatto dell'ordinamento societario sul funzionamento del mercato domestico, l'esame è stato incentrato sulla valutazione delle possibili misure volte ad agevolare le offerte sul mercato secondario e, più in generale, migliorare le condizioni dei mercati primari e secondari.

Con riferimento all'obiettivo di agevolare le offerte sul mercato secondario appare condivisa tra gli operatori sinora consultati l'opportunità di valutare una ulteriore proroga della disciplina - che è stata introdotta per ragioni emergenziali - volta a favorire gli aumenti di capitale sia con riferimento all'innalzamento dei limiti di esclusione semplificata del diritto di opzione, sia rispetto al *quorum* as-

---

per i casi in cui l'ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato avvenga simultaneamente ad un'offerta al pubblico".

<sup>53</sup> Ai sensi dell'articolo 113-ter, comma 3, TUF, "La Consob, nell'esercizio dei poteri ad essa attribuiti dal presente Titolo, stabilisce modalità e termini di diffusione al pubblico delle informazioni regolamentate, ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali, tenuto conto della natura di tali informazioni, al fine di assicurarne un accesso rapido, non discriminatorio e ragionevolmente idoneo a garantirne l'effettiva diffusione in tutta la Comunità europea". Per quanto riguarda l'avviso di convocazione dell'assemblea, vedi l'articolo 125-bis, comma 1, "L'assemblea è convocata mediante avviso pubblicato sul sito Internet della società entro il trentesimo giorno precedente la data dell'assemblea, nonché con le altre modalità ed entro i termini previsti dalla Consob con regolamento emanato ai sensi dell'articolo 113-ter, comma 3, ivi inclusa la pubblicazione per estratto sui giornali quotidiani".

sembrare. Ciò anche al fine di valutare, al termine della proroga, l'opportunità di modifiche della disciplina *de qua* in modo permanente, sulla base dell'esperienza maturata. Ferma restando la compatibilità della disciplina con il quadro europeo e l'opportunità di allineare la fruibilità degli strumenti di accesso al mercato a quella degli altri ordinamenti europei, è stata considerata l'opportunità di una eventuale estensione di tale disciplina anche all'emissione di strumenti finanziari equiparabili, quali ad esempio l'emissione di obbligazioni convertibili o di strumenti finanziari partecipativi.

Tra le altre possibili aree di evoluzione dell'ordinamento è stata inoltre avviata una riflessione sull'efficacia delle previsioni normative che consentono un potenziamento dei diritti di voto (voto plurimo e maggiorato) e sull'opportunità di un possibile potenziamento di tali misure per favorire l'apertura delle società italiane al mercato e/o la scelta dell'Italia come Stato di costituzione e quotazione, come richiamato in numerosi studi<sup>54</sup>. Ad oggi quasi un terzo (70) delle società quotate italiane ha adottato il voto maggiorato, mentre sono rari i casi (4) in cui le società quotate hanno adottato il voto plurimo prima della quotazione. Se da un lato, il voto maggiorato sembra essere piuttosto diffuso tra le società quotate di medie dimensioni e con assetti proprietari più concentrati e potrebbe favorirne una maggiore apertura al mercato nel lungo termine, il voto plurimo appare ancora scarsamente utilizzato. Un motivo di questa scarsa utilizzazione potrebbe risiedere nel limitato fattore moltiplicatore (1:3) che appare delimitato rispetto alla previsione di altri ordinamenti e che evidentemente non è sufficiente a facilitare e incentivare il ricorso al mercato dei capitali. Al riguardo, tenendo conto dell'evoluzione degli ordinamenti europei e internazionali, potrebbe essere opportuno riflettere su un possibile rafforzamento dell'effetto moltiplicatore, almeno per la vigente disciplina del voto plurimo a favore delle società di possibile futura quotazione.

Una ulteriore area di riflessione è stata indicata nella disciplina delle offerte pubbliche di acquisto ("OPA"). Al di là dell'opportunità di una riflessione anche più sistematica della disciplina nell'ottica di una maggiore competitività dell'ordinamento domestico, appare largamente condivisa l'opportunità di valorizzare la certezza del quadro di riferimento in relazione al sorgere dei presupposti per l'obbligo di acquisto di cui all'art. 108 del TUF, riconsiderando l'attuale potere dell'autorità di vigilanza che, sentita la società di gestione del mercato, può modificare la soglia che fa scattare per l'offerente l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta.

Con riferimento al servizio di gestione di portafogli individuale e alla opportunità di incentivare la partecipazione attiva e l'esercizio dei diritti di voto in sede assembleare così come quella di supportare la competitività dei fondi domestici, è stata considerata l'eventualità di modificare, ferma restando la compatibilità con il quadro europeo, la disciplina delle deleghe di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione. Al riguardo è in corso di valutazione la possibilità di consentire che la delega di voto sia conferita al prestatore del servizio anche per più assemblee, in deroga all'attuale limite previsto dal codice civile.

---

<sup>54</sup> V. Rapporti Oxera, TEGS e la recente consultazione europea sul Listing Act.

Tra gli aspetti di ulteriore approfondimento sono incluse anche: la ipotesi di dematerializzazione nel sistema di gestione accentrata, su base volontaria, ai sensi dell'articolo 83-bis del Testo Unico della finanza, delle quote "standardizzate" di PMI italiane costituite nella forma delle srl<sup>55</sup>; il completamento del quadro normativo per le operazioni di crescita per linee esterne per le SPAC (Euronext Growth Milan), sia per lo sviluppo di tale strumento per l'accesso al mercato dei capitali; una maggiore liberalizzazione nell'emissione delle azioni di risparmio ora riservata alle sole società con azioni già quotate sul mercato regolamentato.

Con l'obiettivo di migliorare le condizioni dei mercati primari e secondari sono state considerate possibili ipotesi di riforma volte, da un lato, al superamento delle peculiarità dell'ordinamento nazionale - come ad esempio la disciplina delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante (cd. "società diffuse") - e dall'altro alla valorizzazione delle nuove categorie emergenti, quali le società aventi azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). Come noto, le "società diffuse" rappresentano una categoria residuale, per taluni aspetti non più attuale alla luce della progressiva evoluzione della normativa europea applicabile agli emittenti strumenti finanziari negoziati su MTF e alle società operanti nel settore bancario e assicurativo (in relazione alle quali sussistono specifiche disposizioni di *governance* e di trasparenza). Al fine di migliorare la chiarezza e l'efficacia del quadro normativo appare condivisa dagli operatori consultati l'opportunità di valutare una semplificazione strutturale della disciplina delle società diffuse, escludendo ad esempio tali società dall'applicazione di quelle norme che sono motivate dallo status di quotazione e che quindi dovrebbero trovare applicazione soltanto con riferimento alle società quotate sul mercato regolamentato. Questa ipotesi potrebbe tradursi nella eliminazione dal TUF delle disposizioni speciali applicabili agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, mantenendo invece l'applicazione delle disposizioni normative del codice civile che a tali emittenti si riferiscono, ad eccezione della disciplina delle operazioni con parti correlate sulla quale è intervenuta l'armonizzazione europea con solo riferimento alle società quotate. Al contempo, per considerare adeguatamente il cambiamento sistematico dell'impostazione europea incentrata su una differenziazione della disciplina in ragione della sede di negoziazione, potrebbe essere considerata l'opportunità di estendere almeno alcune parti della disciplina codicistica applicabile alle società diffuse, quali ad esempio i quorum assembleari, al disciplina degli aumenti di capitale e di raccolta del debito. anche alle società aventi azioni negoziate su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF).

Tra le aree di possibile intervento a favore delle società aventi azioni negoziate su un MTF appare infine condivisa l'opportunità di estendere a tali società

---

<sup>55</sup> L'intervenuta apertura del legislatore verso l'offerta pubblica di quote di PMI-SRL, anche attraverso i portali di crowdfunding, evoca l'opportunità di approfondire l'estensione a tali strumenti delle attuali infrastrutture che servono ad oggi il mercato dei capitali e dei valori mobiliari. Ciò in un'ottica di piena inclusione di questi nuovi canali di finanziamento nel mercato dei capitali e in coerenza con gli obiettivi di trasformazione digitale della filiera e della Capital Markets Union. L'attuale architettura di mercato, condizionato alla dematerializzazione, consentirebbe inoltre di arricchire la filiera anche con una infrastruttura di mercato secondario, essenziale per garantire la piena trasferibilità e disponibilità dell'investimento, anche in termini di liquidabilità (exit) da parte dell'investitore.

della facoltà di redigere il bilancio di esercizio in conformità ai principi contabili internazionali<sup>56</sup>.

Un ulteriore spunto di riflessione è stato dedicato alla definizione della categoria delle PMI emittenti azioni quotate, contenuta nel TUF<sup>57</sup>, che, anche sulla base delle raccomandazioni di alcuni studi europei<sup>58</sup>, potrebbe trovare una più efficace applicazione se estesa a un parametro dimensionale più elevato: come suggerito nel Rapporto TESG, tale soglia massima potrebbe essere identificata con riferimento agli emittenti aventi una capitalizzazione inferiore a un miliardo di euro.

Tra gli oneri più significativi riscontrati rispetto alla quotazione sul mercato primario è emersa la disciplina sugli abusi di mercato. Come già evidenziato in alcuni studi europei<sup>59</sup> gli obblighi MAR determinano oneri eccessivi per gli emittenti disincentivandone la quotazione. Coerentemente con il quadro europeo vigente, è stata condivisa l'opportunità di considerare il superamento di alcune misure di *goldplating*, quali ad esempio l'estensione delle comunicazioni di *internal dealing* agli azionisti rilevanti che continua ad emergere come una peculiarità dell'ordinamento nazionale e che non trova riscontro negli altri paesi europei, né appare giustificata da specifiche esigenze domestiche. Al contempo, è attualmente all'esame della Consob una possibile semplificazione, in un'ottica di maggiore proporzionalità, delle linee guida elaborate dall'Autorità di vigilanza in materia di gestione delle informazioni privilegiate, con particolare riguardo alle PMI quotate.

Tra le altre misure che potrebbero migliorare la trasparenza e l'efficienza del mercato è stata esaminata anche la possibilità di aumentare la copertura di ricerca sulle società quotate e, in particolare, sulle PMI<sup>60</sup> e sulle società con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione, rispetto alla quale sono emerse esigenze di ulteriore approfondimento<sup>61</sup>.

<sup>56</sup> Il Decreto 38/05 già consente l'utilizzo degli IFRS per tutte le società diverse da quelle che utilizzano il bilancio abbreviato. L'innovazione pertanto permetterebbe anche alle società eleggibili ai fini della redazione del bilancio in forma abbreviata di utilizzare gli IFRS se hanno titoli negoziati sugli MTF.

<sup>57</sup> La citata qualifica di PMI, prevista dall'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1), del TUF, comporta variazioni nell'applicazione delle seguenti regole:

- (i) l'innalzamento della soglia minima al 5% del capitale per gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, detenute in titoli dell'emittente, e per le partecipazioni reciproche;
- (ii) la sola soglia al 30% per la promozione dell'OPA obbligatoria successiva;
- (iii) la facoltà di stabilire, con apposita clausola statutaria, una soglia OPA compresa tra il 25% e il 40%;
- (iv) la facoltà di esercitare l'opt-out statutario dell'obbligo di OPA da consolidamento in regime di grace period (per cinque anni dalla quotazione).

In sede di modifica potrebbe essere opportuno prevedere un regime transitorio per consentire una più ordinata applicazione delle nuove definizioni.

<sup>58</sup> V. Rapporto TESG.

<sup>59</sup> V. rapporti dell'High Level Forum e del TEGS.

<sup>60</sup> V. Rapporto TESG. Come già sottolineato dalla Commissione europea nel 2017.

<sup>61</sup> Il tema è mantenere (o acquisire) visibilità per l'emittente presso la comunità finanziaria al fine di sostenere il valore aziendale. In questa prospettiva la ricerca azionaria rappresenta un tassello fondamentale, specialmente per le società *small cap* che, a causa della minore liquidità sul titolo, rischiano di essere oggetto di minori attenzioni da parte degli investitori. È stato valutato di introdurre forme di ricerca obbligatoria per tutte le società quotate sul mercato regolamentato (attualmente tale obbligo è presente solo per il segmento STAR, oltre che su Euronext Growth Milan) con capitalizzazione di mercato inferiore a Euro 1 miliardo, nonché di approfondire se del caso l'opportunità di prendere in considerazione criteri volti a definire un "prezzo equo" (*fair price*) della ricerca, al di sotto del quale la stessa non possa essere ceduta dal produttore/distributore, né acquistata dal portfolio manager. Una ulteriore ipotesi potrebbe consistere nell'introduzione nel Regolamento di Borsa di un obbligo, per le società con capitalizzazione di mercato prevedibile inferiore a 1.000 milioni di euro, di nominare un operatore specialista, limitatamente ai 3 anni successivi all'ammissione.

## **B. MIGLIORARE LE CONDIZIONI PER LA PARTECIPAZIONE AI MERCATI DA PARTE DEGLI INVESTITORI E INCORAGGIARE LA PARTECIPAZIONE AI MERCATI DEI CAPITALI ITALIANI DA PARTE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI**

### **Favorire l'accesso degli investitori al mercato**

Al fine di conferire maggiore attenzione alla categoria degli investitori professionali, che in Italia potrebbe essere ampliata in modo da favorire il flusso di investimenti verso i mercati dei capitali è stata considerata meritevole di approfondimento l'opportunità di **includere gli Enti previdenziali privati e privatizzati<sup>62</sup> tra i clienti professionali di diritto privato<sup>63</sup>**. La finalità sarebbe quella di evitare a tali soggetti, ed alle controparti con cui interagiscono, le procedure ed i costi connessi alla necessità di vedersi riconosciuti come “clienti professionali su richiesta” ed a cui non corrispondono effettivi benefici in termini di protezione e tutela, così riconoscendo in via definitiva le conoscenze e le esperienze di mercato che li contraddistinguono. Sulla base dei dati contenuti nella relazione annuale della Covip, il patrimonio amministrato è, nel complesso, superiore a 96 miliardi di euro, di cui circa i due terzi investiti ed amministrati direttamente.

Un'altra questione di incertezza interpretativa affrontata riguarda la **distribuzione di prodotti illiquidi e/o complessi nell'ambito della prestazione di servizi di investimento alla clientela da parte degli intermediari**. Nel quadro della sopra menzionata attività di revisione della Consob dei propri orientamenti, sono state recentemente revocate le comunicazioni su tali prodotti in quanto superate dalle regole dettate dal vigente quadro normativo europeo<sup>64</sup>.

Sempre con riferimento agli investitori professionali, appare condiviso un aspetto già segnalato nel rapporto dell'OECD circa la necessità di fornire certezza normativa in merito alla possibilità per i gestori di attivi di investire per conto dei rispettivi clienti retail, in mercati riservati a investitori professionali.

Da ultimo, in via complementare a tali interventi, è emersa l'opportunità di lavorare alla costituire un Fondo di Fondi che investa secondo logiche pubblico-privato prevalentemente in strumenti azionari quotati e o di nuova quotazione, emessi da piccole e medie imprese.

### **Disciplina degli OICR**

Nell'ottica di favorire gli investimenti da parte degli investitori istituzionali, si è posta particolare attenzione alla disciplina degli OICR, su cui sono emerse diverse possibilità di intervento.

<sup>62</sup> Si fa riferimento ai venti Enti di cui ai Decreti lgs. 509/1994 e 103/1996.

<sup>63</sup> Si potrebbe valutare di includere gli Enti nell'elenco recante i soggetti che hanno lo status di controparti qualificate di cui all'articolo 6 comma 2-quater del TUF, accanto ai fondi pensione e alle società di gestione di tali fondi (come recentemente previsto dalla disciplina francese, ove, appunto, le casse di previdenza sono state riconosciute in tale categoria, accanto ai fondi pensione). Un'altra soluzione potrebbe consistere nella modifica dell'Allegato 3, Punto (1), del Regolamento Intermediari, includendo le casse di previdenza nella lettera f), accanto ai fondi pensione, ovvero con un intervento interpretativo da parte della Consob, anche tramite Q&A, posto che, ad esempio, anche le fondazioni bancarie sono considerate implicitamente ricomprese nella categoria.

<sup>64</sup> Comunicazioni Consob, n. 9019104 del 2 marzo 2009 e n. 0097996 del 22 dicembre 2014, che fanno riferimento ancora alla MiFID 1.

Con riguardo alle **società di investimento a capitale variabile e fisso** (rispettivamente SICAV e SICAF), è emersa l'opportunità di una **semplificazione del regime di vigilanza di quelle c.d. eterogestite**, rispetto alle quali il TUF replica il modello delle SICAV e SICAF autogestite, senza tenere in considerazione il ruolo del gestore esterno autorizzato e richiedendo l'applicazione di una serie di istituti che ne appesantiscono la gestione e che potrebbero essere quindi eliminati.

Inoltre, in materia di SICAV e SICAF, al fine di semplificare gli adempimenti necessari ad avviare l'attività di tali veicoli di investimento, considerandone comunque in maniera appropriata le peculiarità ed i rischi specifici, è emersa l'esigenza di un **allineamento tra il procedimento autorizzativo applicabile alle società di gestione del risparmio e quello previsto per i fondi costituiti in forma societaria**<sup>65</sup>. Infine, relativamente alle SICAV e SICAF c.d. multicomparto, potrebbe essere valutato, al fine di rimuovere alcune difficoltà applicative riscontrate dagli operatori, il chiarimento sulla natura di giuridica di ciascun comparto e **l'allineamento del regime di autonomia patrimoniale dei singoli comparti con quello previsto per i fondi comuni di investimento**. Su entrambi i temi sono in corso approfondimenti.

Considerata l'importanza di potenziare i canali di finanziamento all'economia reale e di favorire lo sviluppo di operatori specializzati nell'offerta di capitale di rischio per le *start-up* e le piccole e medie imprese (gestori di fondi di *venture capital* e di *private equity*), è stata sollevata la possibilità di **semplificare ulteriormente la normativa applicabile ai gestori di fondi di investimento alternativi italiani c.d. sotto soglia** anche alla luce dell'esperienza maturata in questi anni. Gli interventi concreti da effettuare dovrebbero tuttavia essere valutati tenuto conto dell'evoluzione del contesto esterno e dovrebbero conciliare l'opportunità di consentire l'ingresso di nuovi operatori con l'esigenza di evitare una eccessiva frammentazione del comparto e di assicurare solidi presidi a tutela del risparmio<sup>66</sup>.

Per quanto concerne invece i FIA (fondi d'investimento alternativi) italiani riservati, essi rappresentano una realtà in continua crescita a livello globale, che in Italia non ha quindi ancora espresso tutto il suo potenziale nonostante un settore produttivo largamente basato su piccole imprese, talvolta anche molto innovative, che per crescere hanno bisogno di mezzi finanziari al momento reperibili principalmente attraverso i tradizionali canali bancari. Il Legislatore, nel 2015, ha consentito l'investimento ad una ristretta platea di potenziali investitori.<sup>67</sup> Per quanto concerne la clientela *retail*, ad essa è attualmente consentito l'investimento,

---

<sup>65</sup> Attualmente, la normativa primaria prevede per le SICAF/SICAV l'autorizzazione alla costituzione della società in luogo dell'autorizzazione all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio e/o a uno o più servizi di investimento. In virtù di questa previsione, i soci promotori di una SICAV o SICAF possono procedere alla costituzione della società solo dopo il rilascio dell'autorizzazione da parte dell'Autorità e l'avvio dell'attività dell'intermediario è ritardata da alcuni passaggi tecnici.

<sup>66</sup> In alternativa all'introduzione di un regime di registrazione, si potrebbe considerare l'applicazione dell'istituto della registrazione solo per alcune tipologie di gestori sottosoglia (ad esempio solo quelli che gestiscono fondi di *venture capital* e di *private equity* riservati a investitori professionali) e/o l'estensione a tutti i gestori sottosoglia delle semplificazioni previste per le Società di Investimento Semplice (SiS) dall'art. 35-*undecies*, commi 1-*bis* e ss,

<sup>67</sup> Ad oggi, ai FIA riservati partecipano operatori che hanno disponibilità patrimoniali molto ampie: banche, Sgr, Sicav, fondi pensione, imprese di assicurazione, fondazioni bancarie e persone fisiche e giuridiche in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari, espressamente dichiarata per iscritto. (Cfr. DM n. 30/2015).

mediante sottoscrizione di quote o azioni del FIA, unicamente per un importo non inferiore a cinquecento mila euro. Al fine di accrescere gli investimenti nei FIA italiani, è in corso di pubblicazione un intervento volto a modificare il decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 5 marzo 2015, n. 30, emanato in attuazione dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), relativamente alla disciplina dei fondi di investimento alternativi (FIA) italiani riservati. L'intervento **favorisce l'accesso dei clienti non professionali, abbassando le soglie di ingresso nei FIA italiani riservati**, 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.

Anche in conseguenza del sopra citato intervento, ormai prossimo all'entrata in vigore, è in corso di approfondimento la revisione delle modalità di rimborso delle quote dei FIA chiusi, in modo da garantire maggiore flessibilità nella definizione delle modalità di rimborso anticipato delle quote dei FIA chiusi "su iniziativa del gestore" (art. 11, comma 3, DM MEF 2015), tenendo conto dei diversi interessi dei partecipanti al FIA.

Lo scopo ultimo della proposta sarebbe quello di prevedere formule più flessibili ed ibride di fondi chiusi, senza tuttavia snaturarli, al fine di renderli più "attraenti" e quindi incentivare gli investimenti in essi. In sostanza, la modifica oggetto di studio sarebbe volta a conciliare due opposte esigenze: quella di garantire un investimento a lungo termine e più redditizio e quella di avere la possibilità di modalità di rimborso più flessibili<sup>68</sup>. Un modello che soddisfa tale esigenza appare quello del mercato americano, con la previsione dei c.d Interval funds e dei Tender offer funds.

Analogamente, è emersa l'esigenza di ulteriori approfondimenti in merito alla possibilità di ampliare le attività di investimento dei FIA aperti retail - e meglio caratterizzarli rispetto agli OICVM - **prevedendo la possibilità per tali fondi di investire in quote di prestiti bancari sindacati (syndicated loans)** che, in virtù della loro negoziabilità nel mercato OTC, presentano caratteristiche simili a quelle degli strumenti finanziari ad essi contigui, cioè i *corporate bond*<sup>69</sup>.

In considerazione dell'importanza che potrebbe rivestire il finanziamento diretto delle imprese da parte degli OICR, anche a seguito di confronti con partecipanti al mercato, si è proposto di valutare se consentire la sottoscrizione diretta da parte degli OICR (specie ove si tratti di FIA) in **titoli di debito di società a responsabilità limitata o in obbligazioni di società per azioni emesse ai sensi dell'art. 2412, comma 2 del, codice civile**<sup>70</sup>. Entrambi questi ultimi temi appaiono meritevoli di ulteriori approfondimenti.

<sup>68</sup> Fermo restando il principio generale che i fondi che investono in attività illiquide oltre determinate soglie debbano essere necessariamente istituiti in forma chiusa per assicurare coerenza tra il profilo di liquidità e la tipologia del fondo.

<sup>69</sup> Tale ampliamento sembrerebbe consentire di: (i) accedere all'esposizione al credito di società che non emettono sistematicamente titolo di debito; e (ii) avere a disposizione asset class non tradizionali negoziabili che riescano a mantenere obiettivi di rendimento positivi e, al contempo, garantiscano liquidità nel breve periodo, senza vincolare l'investitore non professionale con FIA chiusi a lungo termine.

<sup>70</sup> Nel contesto attuale i FIA specializzati di private debt si devono confrontare con il divieto di sottoscrizione di titoli di debito e obbligazioni non quotate, cioè di acquisto diretto dal soggetto emittente. Anche quando i FIA svolgono autonomamente l'attività origination, ossia l'individuazione di emittenti solvibili con solidi piani

## Ripristino del flottante

Rilevano, in merito a tale aspetto, gli articoli 108 e 112 del TUF<sup>71</sup>, di cui il secondo consente alla Consob di innalzare, per talune società e sentito il gestore del mercato, la soglia (del 90%) al superamento della quale opera l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

L'esercizio del richiamato potere di incremento della soglia non si riscontra in altri ordinamenti e non discende da vincoli normativi UE; da quanto emerso nei confronti avuti con i partecipanti al mercato, esso potrebbe inoltre determinare, nel medio/lungo periodo, delle difficoltà interpretative per gli emittenti che non sono posti in condizione di prevedere con ragionevole certezza la soglia al di sotto della quale potrebbe non scattare l'obbligo di ripristino del flottante. Inoltre, la disciplina è suscettibile di creare situazioni di asimmetria rispetto ad altre società negoziate in mercati regolamentati di altri paesi dell'UE assoggettate alla disciplina sulle offerte pubbliche residuali.

Un intervento, a livello di norma primaria, che elimini la facoltà di innalzamento della soglia risulterebbe meritevole anche in considerazione di quanto contenuto nel già citato Rapporto dell'OCSE, nel quale si evidenzia proprio la maggiore attrattività, per gli investitori istituzionali, di tassi di flottante più alti rispetto alla capitalizzazione di mercato delle società.

## Obblighi di adeguata verifica a fini antiriciclaggio

Nell'ottica di un alleggerimento degli oneri a carico degli intermediari e quindi del cliente finale è emersa l'opportunità di prevedere espressamente obblighi di adeguata verifica a fini antiriciclaggio maggiormente semplificati nei rapporti cross-border con intermediari classificati a basso rischio. In assenza di un quadro normativo pienamente armonizzato, negli ordinamenti di insediamento dei principali intermediari clienti degli intermediari italiani (o stabiliti in Italia) gli operatori osservano che si è adottata una nozione di "dati identificativi" (che gli intermediari devono raccogliere al fine di adempiere agli obblighi di adeguata verifica a fini antiriciclaggio e contrasto al finanziamento del terrorismo - AML) sostanzialmente meno rigorosa di quella richiesta invece dalle autorità italiane, quantomeno con riferimento alla clientela a basso rischio di riciclaggio. Sul punto sono in corso gli approfondimenti per verificare e addivenire ad una soluzione che

---

d'investimento da finanziare, per finalizzare l'investimento e superare il divieto di sottoscrizione sono costretti a trovare un soggetto autorizzato che faccia il c.d. fronting, ossia che acquisti il titolo dall'emittente e lo rivenda al FIA. Il soggetto che effettua il fronting incassa una commissione assumendosi il rischio teorico di dovere risponderne "della solvenza della società [emittente] nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima".

<sup>71</sup> L'articolo 108, comma 2, del TUF, dispone che: "(...) chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste soltanto in relazione alle categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novanta per cento". In relazione a tale obbligo di acquisto, l'articolo 112 del TUF prevede che la Consob "(...) con provvedimento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, (...) può, sentita la società di gestione del mercato, elevare per singole società la percentuale prevista dall'articolo 108".

attenui gli eventuali svantaggi competitivi degli intermediari italiani rispetto ai *peers* europei<sup>72</sup>.

### **C. VALORIZZAZIONE DELLE POTENZIALITÀ DEL DIGITALE AI FINI DELL'ACCESSO AL MERCATO (DI IMPRESE E INVESTITORI).**

#### **Finanza digitale e Security Token Offering**

Sono attualmente all'esame possibili opzioni di intervento normativo per sperimentare un nuovo regime di emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari che si aggiungerebbe a quelli già esistenti (cartolare e gestione accentrata/dematerializzata). Considerati i profili di novità e i possibili impatti sul sistema bancario e finanziario attuale, in linea con l'approccio graduale adottato a livello europeo nel regime pilota DLT, è allo studio l'introduzione in una prima fase di un regime normativo a carattere transitorio che consenta l'applicazione delle tecnologie DLT solo ad alcuni strumenti finanziari a circolazione limitata (obbligazioni emesse dalle S.p.A.). Per mitigare i possibili rischi legati alla sottoscrizione di questi prodotti digitalizzati da parte delle fasce più vulnerabili della clientela, **in questa prima fase tali strumenti finanziari potrebbero essere emessi e circolare solo tra investitori professionali**. L'introduzione di tale regime transitorio consentirebbe, dal lato delle imprese italiane, di iniziare a sfruttare il potenziale delle nuove tecnologie e di acquisire conoscenze preziose sull'uso della DLT e, dal lato del legislatore e delle Autorità di vigilanza, di individuare gradualmente i profili di maggiore criticità e le esigenze di aggiornamento della regolamentazione vigente. Sulla base delle evidenze raccolte durante tale fase transitoria e alla luce delle modifiche introdotte dal citato regolamento UE relativo al c.d. regime pilota DLT, **in una seconda fase sarebbe poi definita la cornice normativa volta a consentire, a regime, l'emissione e la circolazione in forma digitale di tutti gli strumenti finanziari**.

L'obiettivo è favorire nuovi meccanismi di raccolta di capitali a beneficio dell'economia reale e nuove forme di circolazione degli strumenti finanziari, in un contesto di sicurezza tecnologica e nell'ambito di quadro giuridico solido e certo a tutela degli investitori, per permettere al sistema economico-finanziario italiano di essere al passo con l'evoluzione tecnologica nello scenario competitivo globa-

<sup>72</sup> Nelle more dell'approvazione e della successiva entrata in vigore e applicazione delle disposizioni di cui alla proposta di Regolamento presentata dalla Commissione europea lo scorso 20 luglio sulla prevenzione e l'uso del sistema finanziario per finalità di riciclaggio e finanziamento del terrorismo (COM(2021) 420 final), che sembrerebbe destinata a risolvere definitivamente tali problematiche, si potrebbe valutare un intervento del legislatore nazionale volto a circoscrivere, per la clientela a basso rischio, la definizione di "dati identificativi" di cui all'art. 1, comma 2, lett. n), del d.lgs. 231/07, al fine di uniformarla alla disciplina prevista nel resto dell'UE (o quantomeno nei maggiori paesi dove sono insediati gli intermediari esteri che instaurano relazioni contrattuali con gli intermediari italiani o stabiliti nel territorio nazionale), prevedendo l'obbligo di raccolta della medesima tipologia di informazioni. In tal senso potrebbe essere introdotta una distinzione nella nozione di dati identificativi da raccogliere di cui al sopracitato art. 1, comma 2, lett. n), in funzione del grado di rischio assegnato alla clientela; oppure inserire all'art. 18, comma 3, secondo periodo, del d.lgs. 231/07 un'elencazione puntuale dei dati identificativi da raccogliere in relazione al cliente a basso rischio che, mutuando l'approccio più light adottato negli altri paesi europei, dovrebbe limitarsi a: nome, cognome, data di nascita, paese di provenienza. In caso di clienti che siano società quotate o *subsidiaries* di quotate, potrebbe essere prevista un'esenzione totale dalla raccolta di informazioni trattandosi di soggetti i cui dati sono già reperibili da fonti pubbliche.

le. In questo ambito sarebbe opportuno favorire DLT sufficientemente decentrate, sicure, e robuste sotto il profilo della “*governance*” e del rispetto dell’ambiente, al fine di evitare, nel lungo periodo, che l’industria debba sostenere complesse e costose transizioni verso modelli più sostenibili.

## **D. FUNZIONI E RESPONSABILITÀ DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA IN UN’OTTICA DI COMPETITIVITÀ**

Sul piano comparato si registrano diversi regimi di responsabilità civile a cui sono sottoposte le Autorità di vigilanza<sup>73</sup> e i cui contorni possono inoltre modificarsi nel tempo anche alla luce delle decisioni delle magistrature nazionali.

I diversi regimi di responsabilità civile generano disparità di trattamento degli investitori e diversi costi di *compliance* per gli emittenti nei vari Stati membri in Europa, minando il perseguimento di una vera unione dei mercati dei capitali e incoraggiando comportamenti di *forum shopping*<sup>74</sup>. Inoltre, se le autorità di vigilanza sono ritenute responsabili più frequentemente, questo a sua volta diventa un costo per il mercato stesso, a spese dei soggetti vigilati rispettosi della legge o del contribuente. Le diverse interpretazioni del diritto sviluppate dai tribunali dei vari Stati membri svolgono un ruolo aggiuntivo nell’accentuare le differenze tra i regimi<sup>75</sup>.

Il ventaglio di responsabilità, a seconda del Paese considerato, spazia e si muove in uno dei seguenti profili o combinazione di essi: i) un’assenza di responsabilità (“immunità pubblica”); ii) una responsabilità per dolo; iii) una responsabilità per colpa grave; iv) una responsabilità per colpa lieve (o quasi responsabilità oggettiva). Il tema è peraltro trattato nella consultazione mirata della Commissione europea, in corso sulla proposta “*Listing Act: making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs*”, con particolare riferimento alla responsabilità delle Autorità in relazione all’approvazione dei prospetti.

Nella pratica, la maggior parte dei Paesi analizzati adotta nella propria legislazione, con differenti sfumature applicative, una responsabilità civile soggettiva in presenza di dolo o colpa grave. Regno Unito<sup>76</sup> e Irlanda la circoscrivono ai soli

---

<sup>73</sup>Come evidenziato nello studio ESMA disponibile al seguente link: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-382-1153\\_prospectus\\_activity\\_and\\_sanctions\\_report\\_2020.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-382-1153_prospectus_activity_and_sanctions_report_2020.pdf).

<sup>74</sup> V. Quaderno Giuridico Consob, *The Prospectus Regulation The long and winding road*, S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale, 2020

<sup>75</sup> Per una ricostruzione della giurisprudenza italiana in tal senso si veda: Quaderno Giuridico Consob, *The Prospectus Regulation The long and winding road*, S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale, 2020.

<sup>76</sup> Nel Regno Unito, la responsabilità civile delle Autorità di vigilanza (componenti e dipendenti) è circoscritta ai soli casi di *bad faith* (letteralmente mala fede, che, tenuto conto della natura aquiliana dell’illecito, andrebbe circoscritta esclusivamente agli *intentional torts* e quindi ai casi dolo o *intention of injure*) o alla violazione dei diritti accordati dal *Human Rights Act* (ad esempio: diritto al giusto processo). Similmente in Irlanda, la responsabilità per la vigilanza sul sistema bancario e sui mercati finanziari è stata interamente attribuita alla Banca Centrale d’Irlanda (CBI) dal 1° ottobre 2010. Ai sensi del paragrafo 33AJ, comma 2, del *Central Bank Act* n. 22 del 1942 (come da ultimo modificato il 3 agosto 2021) secondo cui la CBI non può essere ritenuta responsabile per danni cagionati a terzi nello svolgimento dei propri compiti (ed anche in caso di omissione) a meno che non venga provato che l’azione o l’omissione siano stati posti in essere con malafede.

casi di dolo (*bad faith*), mentre Francia<sup>77</sup> e Svezia<sup>78</sup> anche al ricorrere della colpa grave (*faute lourde*). In Spagna il perimetro della responsabilità introducendo una responsabilità estesa per la generalità dei danni cagionati dall'Autorità<sup>79</sup>. In alcuni altri Paesi (Germania, Austria e Lussemburgo), pur conservando in generale uno schema di dolo e colpa grave, risulta più difficile convenire in giudizio l'Autorità di vigilanza in quanto è necessario dimostrare preventivamente il non perseguimento dell'interesse pubblico al quale l'Autorità è preposta per legge<sup>80</sup>.

In Italia il regime di responsabilità è sancito nell'art. 24, c. 6-bis<sup>81</sup> della Legge sul Risparmio (L. 262/05) dove viene esplicitamente stabilito che, nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo, la Banca d'Italia, la CONSOB, l'IVASS, la COVIP e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, i componenti dei loro organi

<sup>77</sup> La Francia, analogamente all'Italia, estende l'area di responsabilità anche alle fattispecie di danno cagionato da condotta colposa grave, oltre alle ipotesi di dolo. A tale riguardo il *Conseil d'Etat* (supremo tribunale amministrativo) ha più volte chiarito che il parametro soggettivo di imputazione della responsabilità vada individuato tenendo conto della complessità dell'attività di controllo esercitata da soggetti pubblici e, quindi, che esso vada rintracciato nella colpa grave (*faute lourde*) dell'amministrazione o nel dolo. La formulazione della previsione francese stabilisce che lo Stato risponda con la sua amministrazione centrale, in luogo dell'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF), per eventuali danni cagionati a terzi nell'ambito delle funzioni svolte dall'Autorità di vigilanza.

<sup>78</sup> Dal 1991, la vigilanza sul sistema finanziario e bancario svedese è stata attribuita ad un'unica Autorità: la *Finansinspektionen* (SFSA). In Svezia, non esistendo regole specifiche dedicate alla responsabilità civile della SFSA, la disciplina della sua responsabilità va rintracciata nello *Swedish Tort Liability Act* del 1972 (cap. 3, sez. 2) secondo cui il governo è responsabile per i danni causati da enti pubblici (e quindi anche dalla SFSA) se ed in quanto questi ultimi abbiano esercitato i propri compiti con negligenza.

<sup>79</sup> La *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) risponde in astratto per i danni cagionati a terzi in base alle regole generali applicabili alla pubblica amministrazione. Ai sensi della L.40/2015, in Spagna i cittadini possono richiedere all'Amministrazione qualsiasi danno causato alle loro proprietà e ai loro diritti, a condizione che il danno sia il risultato di un adeguato o inadeguato funzionamento dei servizi pubblici ("responsabilità oggettiva dell'Amministrazione"). Soltanto i danni derivanti da eventi classificati come "Forza maggiore" sono esclusi dal risarcimento. La Corte Suprema spagnola ha anche fissato alcuni principi a tale riguardo, ritenendo che perché possa sussistere una responsabilità dell'Autorità occorre provare: a) l'esistenza di una connessione diretta tra il danno da risarcire e l'attività o l'omissione dell'Amministrazione che ha causato il danno; b) un danno 'reale' e suscettibile di valutazione economica.

<sup>80</sup> Il regime tedesco e lussemburghese sono caratterizzati entrambi da una sorta di immunità garantita dalla circostanza che l'ente vigilante è parte della pubblica amministrazione e persegue per definizione una finalità pubblica. Solo nel caso in cui tale evento teleologico venisse disatteso, vi sarebbe un margine teorico per presupporre una responsabilità civile dell'Autorità. In Germania l'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari è la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin - in inglese: Federal Financial Supervisory Authority), un ente di diritto pubblico indipendente. In linea generale ed astratta la sua responsabilità è disciplinata dal § 839 del codice civile tedesco (il *Bürgerliches Gesetzbuch* - BGB) secondo cui il governo (la pubblica amministrazione in genere) può essere ritenuto responsabile per danni cagionati a terzi soltanto qualora tra i compiti del governo (e della singola pubblica amministrazione) sia espressamente prevista la tutela degli interessi individuali lesi (c.d. *Schutznormtheorie*). Per ridurre la possibilità di intraprendere azioni individuali verso la BaFin il paragrafo 4.4 del *Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (la legge del 22 aprile 2002 istitutiva della BaFin) ha previsto espressamente che la BaFin debba svolgere le sue funzioni ed esercitare i suoi poteri perseguendo esclusivamente l'interesse pubblico (*Die Bundesanstalt nimmt ihre Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse wahr*). Muovendo da tale principio, la giurisprudenza e la dottrina tedesca hanno affermato la sostanziale immunità dell'Autorità di vigilanza, per i propri atti, avverso le azioni risarcitorie poste in essere da risparmiatori ciò in quanto, per aversi responsabilità occorre che siano sanciti specifici doveri di diligenza nei confronti di determinati individui o categorie di individui e non (come è in Germania) nei confronti del pubblico in generale. Siffatto orientamento ha ottenuto (seppur implicitamente) l'avallo della Corte di Giustizia europea nella sentenza del 12 ottobre 2004, causa C-222/02. In Lussemburgo, dal 1o gennaio 1999 gli intermediari finanziari ed i mercati finanziari lussemburghesi sono stati posti sotto la vigilanza della *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF). Al pari di quanto avviene in Germania, la responsabilità verso terzi in Lussemburgo è disciplinata dall'art. 20 della L.112/98 secondo cui la CSSF, perseguendo esclusivamente l'interesse pubblico, difficilmente potrà essere convenuta in giudizio da singoli risparmiatori. Laddove, comunque, questi riuscissero a dimostrare che l'Autorità non perseguendo l'interesse pubblico abbia cagionato loro un danno, l'Autorità risponderrebbe solo per colpa grave.

<sup>81</sup> "6-bis. Nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo le Autorità di cui al comma 1 e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, i componenti dei loro organi nonché i loro dipendenti rispondono dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave".

nonché i loro dipendenti rispondono dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave.

Tenuto conto delle limitazioni della responsabilità civile che l'ordinamento nazionale prevede per i magistrati, è in fase di valutazione una definizione più accurata del perimetro di responsabilità civile dei funzionari delle Autorità di vigilanza, al fine di meglio precisare le fattispecie che integrano le ipotesi di colpa grave<sup>82</sup>. È infine in considerazione l'ipotesi di introdurre una disposizione in base alla quale le azioni di responsabilità civile possono essere proposte da terzi soltanto nei confronti delle Autorità e non anche nei confronti dei componenti dei loro organi e dei loro dipendenti, salva l'azione di rivalsa secondo i rispettivi ordinamenti.

---

<sup>82</sup> In termini positivi potrebbe costituire colpa grave la violazione manifesta di disposizioni dell'Unione Europea o di norme di legge o regolamentari, l'affermazione di un fatto la cui esistenza è incontrastabilmente esclusa dagli atti del procedimento o la negazione di un fatto la cui esistenza risulta incontrastabilmente dagli atti del procedimento ovvero l'illogicità macroscopica dell'istruttoria.