

## **SCHEMA DI DISEGNO DI LEGGE RECANTE INTERVENTI A SOSTEGNO DELLA COMPETITIVITÀ DEI CAPITALI**

### **AUDIZIONE BORSA ITALIANA – 22 GIUGNO 2023**

Egregio Presidente Senatore Garavaglia, Egregi Senatori,

Si ringrazia da subito per l'attenzione con la quale la sesta Commissione Finanze e Tesoro ha avviato questa attività di analisi e confronto istituzionale in merito al testo del Disegno di Legge n. 674 presentato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze (On. Giancarlo Giorgetti) recante interventi finalizzati a migliorare la competitività del mercato dei capitali del nostro Paese.

Borsa Italiana è da sempre impegnata nella creazione di una infrastruttura di mercato efficiente, in grado di giocare un ruolo strategico nel finanziamento della crescita del Paese. Dall'aprile 2021 è parte del Gruppo Euronext, il principale Gruppo Borsistico europeo che gestisce sette mercati regolamentati (Amsterdam, Bruxelles, Dublino, Lisbona, Milano, Oslo e Parigi).

L'Italia dispone di una struttura di mercato efficiente, inserita nel più grande gruppo borsistico europeo, con circa 1.930 emittenti quotati e una capitalizzazione di mercato di circa €6.8 trilioni (dati a fine marzo 2023).

Sono evidenti i benefici che un mercato dei capitali sviluppato possa portare all'economia di un Paese. Da un lato, esso consente alle imprese una riduzione del costo del capitale, e crea una sana diversificazione delle

fonti di finanziamento (e quindi imprese meno soggette a shock macroeconomici). Dall'altro, il confronto e l'interlocazione costanti con investitori istituzionali sofisticati, domestici e internazionali, offrono interessanti opportunità per lo sviluppo del business, il rafforzamento della governance, dei fattori ESG e, in generale, opportunità di crescita e sviluppo.

In questa sede, oggi, intendo illustrare una serie di osservazioni che saranno approfondite più nel dettaglio nella memoria che lasciamo agli atti di questa Commissione, esprimendo alcune considerazioni generali per poi soffermarmi su quegli aspetti del disegno di legge che a nostro avviso richiedono maggiore attenzione.

### **Considerazioni generali**

Il disegno di legge costituisce una importante riforma volta a incentivare la quotazione delle società ed è l'attesa attuazione del Libro Verde su "*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*", elaborato nel 2022 e promosso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, con il supporto delle autorità di settore (Consob e Banca d'Italia), le associazioni di categoria e i principali operatori di mercato e a cui Borsa Italiana ha contribuito.

Lo spirito del DDL si presenta in continuità con tutte le iniziative di semplificazione già adottate - e che saranno adottate - da Borsa Italiana per ottenere un mercato dei capitali italiano più attrattivo e integrato a livello europeo affinché le nostre imprese vi si avvicinino con più facilità rispetto al passato, anche a seguito dell'integrazione nel Gruppo Euronext.

Negli scorsi mesi Borsa Italiana, insieme a Consob, che ringrazio, ha semplificato il processo di ammissione a quotazione sui mercati regolamentati azionari (Euronext Milan e Euronext MIV Milan), allineando il processo di quotazione italiano agli standard europei e globali.

L'ingresso di Borsa Italiana nel Gruppo Euronext sta rafforzando l'infrastruttura dei mercati italiani e offre una prospettiva strategica rilevante

per tutto l'ecosistema del nostro Paese. Tra i risultati finora raggiunti vorrei ricordare la migrazione del *data center* che serve tutti i mercati del gruppo da Londra a Bergamo, l'internalizzazione dell'infrastruttura dei mercati MTS e l'espansione della cassa di compensazione italiana a cassa di compensazione europea, con sede a Roma.

Abbiamo recentemente concluso con successo la migrazione dei mercati cash equity e degli ETF di Borsa Italiana a Optiq®, che sono confluiti nel più importante *pool di liquidità* europeo di Euronext. La migrazione porterà vantaggi importanti per gli emittenti, gli operatori, gli investitori e per l'economia italiana, oltre che per l'intero ecosistema dei mercati finanziari europei.

Abbiamo completato il lavoro per la dematerializzazione degli eurobond presso Euronext Securities Milan (Monte Titoli) che ora è semplice e più economica sia per gli emittenti italiani che per gli investitori. Diverse banche hanno iniziato a dematerializzare gli eurobond presso di noi, bisogna ora spingere i grandi emittenti *corporate (molti di essi società a partecipazione statale)* a fare altrettanto per valorizzare l'intera filiera del mercato italiano dei capitali.

Borsa Italiana mette inoltre a disposizione delle imprese italiane programmi formativi dedicati alla preparazione alla quotazione (pre-IPO Programs), sviluppati in coordinamento con le 7 Borse del Gruppo Euronext per incoraggiare l'adozione di best practice condivise nella preparazione allo sbarco sui mercati, dalla relazione con gli investitori, alla gestione della vita post quotazione, alle tematiche di ESG.

Da ultimo, segnalo che ad ulteriore supporto dell'avvicinamento alle necessità dell'economia reale del Paese, nel 2012 Borsa Italiana ha lanciato ELITE che oggi rappresenta, a livello di Gruppo, un ecosistema europeo dedicato alle piccole e medie imprese per supportarle attraverso nuove competenze, relazioni e capitali per accelerare la loro crescita sostenibile di

lungo termine e facilitando per loro l'accesso ai mercati dei capitali, pubblici e privati. Sono oltre 2.000 le aziende che sono entrate a far parte di ELITE dal suo lancio, poco più di 10 anni fa, ai quali si affianca una rete qualificata di partner, advisor, stakeholder e investitori istituzionali.

**In sintesi, stiamo lavorando per un mercato dei capitali italiano più forte e integrato a livello europeo rispetto al passato.** È fondamentale che si continui a mettere mano al quadro normativo e regolamentare per rendere la nostra struttura più competitiva e attrattiva. L'auspicio è che semplificando e continuando a lavorare per adeguare il quadro normativo a quello europeo, avendo tuttavia cura di preservare le peculiarità locali a valore aggiunto, le imprese italiane si avvicinino con più facilità ai mercati dei capitali e gli investitori domestici ed internazionali siano invogliati a supportare la loro crescita.

Il giudizio di Borsa Italiana *vis-à-vis* il DDL è assolutamente positivo anche in ragione del fatto che, per la prima volta, il Governo ha posto in essere un processo di revisione legislativa che tocca in modo costruttivo e sostanziale tanti aspetti della disciplina dei mercati dei capitali con il coinvolgimento di tutti gli attori interessati.

In questo spirito di lavoro, Borsa Italiana ha da subito avviato insieme alle Associazioni di categoria che più rappresentano l'ecosistema italiano - segnatamente ABI, Aifi, Assirevi, Assogestioni, Assonext, Assonime, Assoreti, Assosim, che oggi e in questa sede ringrazio - un tavolo di lavoro comune per analizzare il disegno di legge e fornire agli organi legislativi, laddove possibile, risposte condivise e di sistema a supporto dell'*iter* parlamentare.

Il nostro auspicio è che vi sia pertanto un'adozione celere di questo atteso provvedimento che può rappresentare l'avvio di un periodo di riforme sistematiche e di ammodernamento della disciplina del mercato dei capitali italiani.

Abbiamo lavorato con le varie parti interessate per fornirvi indicazioni concrete ma circoscritte perché il giudizio complessivo sul disegno di legge, come ho detto prima, è positivo. Confidiamo dunque che durante la fase di presentazione degli emendamenti, si preservi lo schema del disegno, evitando interventi su ambiti di disciplina che non siano stati oggetto di sufficiente condivisione e analisi sistematica e che possano danneggiare le *best practice* locali.

**Ora passerei ad analizzare i punti chiave del DDL Capitali:** come anticipato, la riforma introduce importanti semplificazioni a livello di disciplina domestica, in particolare contiene alcune previsioni volte a realizzare un ammodernamento del diritto societario.

Più nel dettaglio, il DDL stabilisce la proroga sino al 30 aprile 2025 delle misure di semplificazione dei processi di approvazione degli aumenti di capitale, misure che erano state approntate in risposta all'emergenza Covid. In materia di **operazioni straordinarie**, vorremmo suggerire qualche ulteriore ambito di snellimento delle procedure previste dalla legge, con riguardo in particolare ai conferimenti in natura, alle fusioni, alle riduzioni di capitale e al recesso.

In tema di **assemblee** delle società quotate, il DDL dà la possibilità a ciascuna società di stabilizzare in modo permanente un'altra delle misure che il legislatore aveva approntato per ovviare ai problemi provocati dalla pandemia, ossia la possibilità per gli emittenti di prevedere che le assemblee si svolgano esclusivamente tramite il rappresentante designato dalla società. Pur comprendendo le ragioni alla base di questa proposta, si suggerisce un ulteriore approfondimento volto ad individuare un'articolazione idonea a contemperare al meglio gli interessi di emittenti ed azionisti/investitori (ad esempio prevedendo, da un lato, la flessibilità per il c.d.a. di definire le modalità di svolgimento di ogni singola assemblea e,

dall'altro, dando facoltà agli azionisti di minoranza di opporsi ove non condividano la singola scelta nei giusti termini). Potrebbe inoltre essere presa in esame una modifica normativa che stabilisca una soglia minima di possesso per la legittimazione all'intervento (nel senso di prendere parte al dibattito assembleare). Se la proposta del DDL fosse integrata come suggerito, il relativo ambito di applicazione potrebbe inoltre essere esteso alle società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, con gli opportuni adattamenti.

\*\*\*

Il DDL affronta doverosamente la disciplina del **voto plurimo**, in discussione anche a livello europeo con il Listing Act pubblicato dalla Commissione Europea a dicembre 2022. Il disegno di legge prevede, solo per le nuove quotazioni, l'incremento da tre a dieci del numero massimo di voti da assegnare a ciascuna azione a voto plurimo. Si tratta a nostro avviso di una misura necessaria per incoraggiare un numero rilevante di società a capitale concentrato (che, ricordo, rappresentano la spina dorsale del tessuto imprenditoriale del nostro Paese) ad intraprendere - senza il timore di perdere il controllo - la strada della quotazione; con tutti i riflessi positivi che questo può comportare in termini di finanziamento dello sviluppo, tanto per linee interne quanto per linee esterne, anche con l'utilizzo della "carta" quotata. In quest'ottica, il potenziamento del voto plurimo può certamente rappresentare un volano per il rafforzamento dell'economia reale, che passa anche attraverso imprese più patrimonializzate e di dimensioni più idonee per competere nell'arena globale. Parimenti, ne potrebbero beneficiare i fondatori di aziende che operano in settori innovativi in forte crescita, che prima di approdare al mercato borsistico spesso coinvolgono soci finanziari, quali venture capital e private equity e si trovano costretti a diluire significativamente la loro partecipazione nell'azienda.

Considerato il ruolo chiave della misura in parola, Borsa Italiana invita il legislatore a voler considerare l'introduzione di adeguati presidi a tutela degli azionisti di minoranza in caso di cambio di controllo derivante dal trasferimento delle azioni a voto plurimo.

In tale evenienza, a nostro avviso, dovrebbe essere previsto che l'OPA obbligatoria sulle azioni ordinarie - conseguente al cambio di controllo - riconosca a tutti gli investitori lo stesso prezzo pagato per l'acquisto delle azioni a voto plurimo.

Dal momento che l'istituto del voto plurimo è stato inserito nel nostro ordinamento unitamente all'istituto del voto maggiorato (attraverso il Decreto Competitività del 2014), anche la disciplina del voto maggiorato potrebbe essere rivalutata. In particolare, ricordiamo che attualmente le società quotate sui mercati regolamentati hanno già la possibilità di adottare il voto maggiorato (x2) e un considerevole numero di emittenti ha effettuato questa scelta. Al fine di preservare la competitività dei mercati italiani, riteniamo tuttavia che sia necessario adottare in tale ambito scelte ragionate e condivise, partendo dalla consapevolezza che questi meccanismi di potenziamento del controllo societario sono stati conseguiti da alcune importanti società quotate su Borsa Italiana attraverso il trasferimento della sede sociale in Paesi europei che non pongono espressi vincoli normativi alla moltiplicazione del voto.

Su queste tematiche, a nostro avviso, dovrebbe intervenire il Legislatore comunitario per assicurare un minimo comune denominatore. Purtroppo, il Listing Act in discussione a livello europeo, occupandosi solo delle quotande nei Growth Markets, ha lasciato la disciplina del voto multiplo per le società quotate sui mercati regolamentati alla competenza esclusiva delle singole giurisdizioni locali. Iniziative nazionali di riequilibrio sono pertanto doverose per tutelare il Paese da perduranti arbitraggi regolamentari che vanno a

scapito della competitività dei nostri mercati. Nei fori europei continueremo in ogni caso a lavorare nel contesto del Gruppo Euronext per portare avanti questa istanza per poter competere a parità di regole del gioco.

\*\*\*

Il DDL consente **la dematerializzazione delle quote di SRL**. L'introduzione di questa opzione, che le PMI-SRL potranno esercitare su base volontaria, consentirà, creando quote standardizzate di uguale valori e diritti, di abbattere costi e oneri amministrativi legati all'emissione e soprattutto al trasferimento delle quote, ma anche facilitare la gestione dei diritti legati alla quota (in particolare per PMI-SRL con un alto numero di investitori *quotisti*). L'intervenuta apertura del legislatore verso l'offerta pubblica di quote di PMI-SRL, anche attraverso i portali di crowdfunding, necessita di essere supportata da infrastrutture analoghe a quelle che servono ad oggi il mercato dei capitali e dei valori mobiliari (le azioni). 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. Si esprime pertanto pieno supporto per il regime contenuto nel disegno di legge e si auspica una sua rapida adozione nella formulazione attuale, evitando l'inclusione di ulteriori previsioni. La disciplina attuale delle SRL e in particolare, il relativo sistema dei controlli prevede già adeguati presidi. In particolare, esso prevede il riconoscimento di un regime differenziato in relazione alle dimensioni della società, stabilendo un obbligo di nomina dell'organo di controllo quando la società possa avere un impatto maggiore sul mercato e, di conseguenza, ravvisando una maggiore esigenza di tutela per gli investitori. L'approccio proporzionato alle dimensioni dell'impresa non risulterebbe vanificato neppure dalle previsioni in proposta all'interno del disegno di legge e continuerebbe ad essere in linea con le esigenze di questo tipo di società. Inoltre, i presidi per la tutela degli investitori sono già stati di recente oggetto di riforma con l'entrata in



vigore del codice della crisi d'impresa: il legislatore, già in questa sede, ha potuto valutare l'opportunità di un rafforzamento del regime dei controlli e un'estensione delle tutele.

Si evidenzia altresì come il disegno di legge in esame, abbia come obiettivo quello di “ridurre i conseguenti costi e gli oneri amministrativi legati all'emissione e al trasferimento delle quote nei casi in cui tali società intendano approcciarsi al mercato dei capitali”. In questa linea, ulteriori e non giustificati obblighi in capo alle imprese interessate, quali la previsione dell'obbligatorietà di un collegio sindacale, rischierebbero di vanificare tale obiettivo, senza il corrispettivo di una migliore tutela per il mercato.

\*\*\*

La riforma mira a **rimuovere una serie di regole nazionali** che pongono vincoli regolamentari – e connessi oneri – a un livello superiore a quello “minimo” richiesto dalla normativa europea (cosiddetto *gold plating*).

Un caso è rappresentato dalla disciplina delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, sulle quali il DDL propone importanti semplificazioni, senza però incidere sugli assetti normativi complessivi e, in particolare, senza ripensare l'ambito delle “*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*” (dette anche “*società aperte*”). Ricordo che tale nozione è nata con la riforma del diritto societario del 2003, la quale:

- da un lato, ha appunto introdotto nel codice civile la categoria delle società aperte, includendovi (e quindi ponendo potenzialmente sullo stesso piano, sotto il profilo della regolamentazione) non solo le società con azioni quotate in mercati regolamentati, ma anche le s.p.a. (non quotate ma) diffuse tra il pubblico in misura rilevante (ossia quelle che hanno almeno il 5% del capitale sociale diffuso tra più di 500 azionisti)<sup>1</sup>;

---

<sup>1</sup> La nozione di “società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante” è definita dalla Consob in base alla delega prevista dal TUF del 1998 (art. 116).

- dall'altro lato, ha approntato una disciplina specifica delle società aperte, attraverso il trasferimento nel codice civile di alcune norme di diritto societario<sup>2</sup> che il legislatore del TUF nel 1998 aveva destinato ai soli emittenti azioni quotate in mercati regolamentati.

L'obiettivo di massima del Legislatore del 2003 era quello di incentivare il ricorso alla quotazione da parte delle società con azioni diffuse in misura rilevante, obiettivo perseguito attraverso la riduzione dello scalino normativo degli emittenti azioni diffuse rispetto agli emittenti quotati nei mercati regolamentati.

Evidenziamo per inciso che, all'epoca, i mercati regolamentati rappresentavano l'unica *trading venue* disciplinata dall'ordinamento comunitario e nazionale. Con la Direttiva MiFID del 2004, ad essi si sono affiancati i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF: *multilateral trading facilities*) ma il legislatore non ha approntato una specifica disciplina applicabile agli emittenti che quotino le proprie azioni su un MTF (se non per ambiti molto specifici).

L'attuale assetto normativo non solo non ha prodotto gli effetti positivi sperati (perché non risultano casi di società che abbiano deciso di quotarsi come conseguenza della diffusione dei relativi titoli e dell'assoggettamento alla disciplina delle società aperte), ma produce effetti paradossali e perversi, in special modo proprio sulle società che quotano le proprie azioni su sistemi multilaterali di negoziazione.

---

Oltre al requisito della diffusione, la definizione Consob richiede anche il superamento di requisiti quantitativi relativi alla dimensione della società (*i.e.* il superamento di almeno due delle tre soglie indicate dall'articolo 2435-bis del codice civile per la redazione del bilancio in forma abbreviata) nonché la circostanza che la diffusione sia il frutto di una scelta volontaria (attraverso un'offerta al pubblico, un collocamento o la negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione, ovvero si tratti di titoli emessi da banche e acquistati/sottoscritti presso le loro sedi o dipendenze) (cfr. l'art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti Consob).

<sup>2</sup> La disciplina delle società aperte contempla anche alcuni rilevanti profili informativi: in particolare, sin dal 1998 il TUF ha esteso alle società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante la disciplina della comunicazione senza indugio delle informazioni *price sensitive* (art. 116 del TUF).

Pensiamo a una società che si quota sul principale MTF azionario italiano, il mercato Euronext Growth Milan:

- al momento del *listing* essa tipicamente non realizza una diffusione dei titoli presso oltre 500 azionisti, perché il collocamento è tipicamente effettuato presso un numero inferiore di investitori. Ancorché quotata, essa sarà quindi considerata, sul piano normativo, una società “chiusa” e come tale assoggettata alla stessa disciplina cui sono soggette le società non quotate<sup>3</sup>;
- se successivamente, per effetto delle negoziazioni sul mercato, la diffusione dei titoli sarà divenuta rilevante (e sempre che la società abbia avuto modo di rendersene conto), dall’esercizio successivo le si applicherà il regime delle società aperte.

E’ chiaro che questo sistema produce molteplici conseguenze negative, tanto per gli emittenti (negoziati sullo stesso mercato, ma esposti ad un cambio di regime non dipendente dalla loro volontà e difficile da riscontrare), quanto per gli investitori (che, nel contesto dello stesso mercato, possono avere difficoltà ad identificare la disciplina applicabile ad ogni singola società).

Per questi motivi, la proposta del DDL sugli emittenti strumenti finanziari diffusi andrebbe integrata al fine di assicurare per gli emittenti con azioni negoziate su MTF una disciplina che non sia più, come è oggi, “variabile” - in quanto dipendente dal grado di diffusione delle azioni del singolo emittente -, bensì stabilmente fissata in modo chiaro al momento della quotazione. Una disciplina ben calibrata - in considerazione delle specificità della quotazione sui sistemi

---

<sup>3</sup> Con l’unica grande eccezione rappresentata dall’applicazione del regime della *Market Abuse Regulation* del 2014 in materia di *disclosure* dell’informativa *price sensitive*.

multilaterali di negoziazione - e totalmente autonoma (senza neppure rinvii indiretti) rispetto al regime degli emittenti azioni diffuse.

\*\*\*

**Vorrei ora soffermarmi sul tema investitori.** Il disegno di legge estende agli enti previdenziali privati e privatizzati la qualifica di controparti qualificate ai fini della prestazione dei servizi di investimento. 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, infatti, favorevolmente considerata l'inclusione degli Enti previdenziali privati e privatizzati tra le controparti qualificate. La finalità è quella di evitare a tali soggetti e alle controparti con cui interagiscono, le procedure e i costi connessi alla necessità di vedersi riconosciuti come "clienti professionali su richiesta" e 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.

**Borsa Italiana supporta le modifiche proposte, ma invita il legislatore ad affrontare con urgenza il tema del limitato investimento da parte di investitori domestici in società quotate italiane, valutando gli strumenti di politica industriale e/o gli incentivi fiscali più opportuni, in accordo con gli *stakeholder* del mercato.**

Alcune considerazioni che riteniamo opportuno portare alla vostra attenzione:

- Le società quotate con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro sono 336 (l'80% delle società quotate) per una capitalizzazione pari a circa 41 miliardi di euro. La maggioranza delle società potenzialmente quotabili ricade in questa fattispecie, in considerazione della composizione dell'economia italiana.

- La percentuale degli investitori istituzionali domestici sul totale degli investitori istituzionali presenti nel capitale delle società italiane è pari all'8% per le 40 società più capitalizzate del listino, al 19% per le società di media capitalizzazione e al 16% per le società STAR. Se da un lato, le società italiane sono state in grado di attrarre l'interesse di fondi internazionali, dall'altro emerge la carenza di investitori domestici;
- Per le società di minori dimensioni la componente degli investitori domestici sale (35% per le società di piccola capitalizzazione quotate sul mercato regolamentato e 33% per le società quotate sul Mercato di Crescita per le PMI), poiché è più complesso attrarre flussi di investimento internazionali, ma il numero di investitori è inferiore e in molti casi si tratta di investitori generalisti, che allocano una porzione limitata del portafoglio a questa asset class. Per queste società occorrono capitali pazienti, prossimità territoriale e strategie di investimento coerenti con le dinamiche delle *small caps*;
- Anche sul mercato primario riscontriamo criticità: per le società di nuova quotazione per offerte superiori ai 30 milioni di euro di norma viene organizzato un collocamento estero, mentre società analoghe in Francia e Regno Unito possono raccogliere i capitali a livello domestico, potendo contare su una più ampia base di investitori domestici, sia pubblici (come CDC, equivalente della nostra CDP) che privati;
- Il mercato di Crescita per le PMI in particolare sta attraendo un numero crescente di PMI, start up e scale-up, che prediligono il mercato pubblico per la raccolta dei capitali, nonostante le valutazioni ottenute siano in molti casi inferiori rispetto a quelle riscontrabili nel private market, anche a causa della carenza di investitori. I Mercati di Crescita per le PMI, se adeguatamente supportati dai policy maker, potrebbero

giocare un ruolo significativo nell’attrarre un numero crescente di imprese, con un impatto significativo sull’economia reale nel generare crescita e occupazione. Questi mercati hanno una regolamentazione e un sistema di vigilanza nella sostanza equivalente ai mercati principali, per quanto adattati – per alcuni profili – alle esigenze delle PMI. Con il supporto delle istituzioni andrebbero risolte alcune anomalie, che possono penalizzare queste sedi di negoziazione a svantaggio della attrattività di questi mercati. Mi riferisco ad esempio alla disciplina in tema di limiti di investimento per i fondi aperti che presenta ambiti di miglioramento su cui stiamo raccogliendo gli spunti dell’industria.

\*\*\*

Concludo dedicandomi al tema delle Autorità coinvolte nel buon funzionamento dell’economia di mercato. Al riguardo il DDL reca disposizioni in materia di risarcimento del danno e modifiche alla disciplina del **cooling off e cooling in dei componenti e dei dirigenti della Consob**, della Banca d’Italia e dell’Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni.

I mercati finanziari stanno attraversando una fase di profondo cambiamento. Per Borsa Italiana, in quanto operatore di un settore in profonda evoluzione, è prioritario interagire con un’autorità di vigilanza che abbia un assetto” adatto allo scopo” e una visione strategica di lungo termine e sinergica con il mercato. Realizzare questa missione, nel contesto evolutivo tracciato, significa creare un “ecosistema finanziario” in cui investitori consapevoli possano con fiducia canalizzare le loro risorse verso strumenti finanziari diversificati generando crescita, competitività e innovazione per il Paese.

Considerati gli obiettivi programmatici di questo DDL, si ritiene opportuno evidenziare la potenziale perdita di competitività per i mercati italiani derivante dall’attuale regime contributivo della Consob nei confronti dei

soggetti vigilati. Preme segnalare che rappresenta un elemento di preoccupazione il recente e significativo aumento dei contributi di vigilanza a carico del sistema finanziario deliberato per l'esercizio in corso con una accelerazione di tendenza che prosegue ormai da più anni.

L'attuale regime contributivo peraltro presenta elementi di penalizzazione non solo per le infrastrutture di mercato italiane ma anche per gli altri soggetti vigilati. Questo è evidente, ad esempio, per i prodotti non equity dove a causa dei contributi si è assistito a uno spostamento delle quotazioni dal mercato regolamentato agli MTF o verso altre piazze non domestiche ma più economiche.

La stessa preoccupazione per l'onerosità dell'incremento dei contributi di vigilanza ci è stata manifestata dalle principali associazioni rappresentative del settore finanziario.

Dato questo contesto, potrebbe essere utile a nostro avviso istituire **un tavolo interistituzionale nell'ambito del quale venga rivisto l'onere a carico dell'industria** in coerenza con le prassi internazionali e le esigenze di copertura del fabbisogno finanziario dell'Autorità. Nella complessa situazione economica che il sistema italiano sta affrontando mercati dei capitali competitivi, attraenti ed efficienti sono la condizione essenziale per accompagnare e sostenere un percorso di ripresa in linea con gli obiettivi da ultimo individuati nell'ambito del disegno di legge di cui oggi si discute.

In questo contesto veniva anche segnalata l'urgenza di andare verso un nuovo assetto di responsabilità per la CONSOB. Gli operatori di mercato spesso lamentano una eccessiva lentezza dei procedimenti amministrativi e un approccio di vigilanza anche regolamentare legato a logiche di prudenza non giustificate da esigenze concrete di tutela. La causa di tale approccio è stata più volte individuata nell'elevato rischio di contenzioso che riguarda l'autorità di settore come conseguenza di un regime legale di responsabilità penalizzante rispetto ad altre autorità.

Assicurare all'autorità una *statutory immunity*, ossia considerare responsabile il personale dipendente solo nei casi di mala fede, può rappresentare un punto di svolta nell'operatività della Commissione, riducendone i costi complessivi, liberando energie professionali da canalizzare a vantaggio del Paese e in allineamento con i modelli delle altre giurisdizioni. Il risparmio dei costi è strettamente collegato al tema del regime contributivo che oggi ci preoccupa.

Appare pertanto necessario finalmente adottare le misure individuate perché ad avviso della comunità esse sono idonee ad avviare 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 stimolano, sia sul lato della domanda sia su quello dell'offerta, la canalizzazione degli investimenti verso le imprese, attraverso i mercati.

Un intervento immediato, **coraggioso** e **ben comunicato** darebbe un **segnale concreto** della volontà politica di intervenire su problemi noti da tempo e verrebbe percepito dalla comunità finanziaria come un primo insieme di iniziative, volte a realizzare una vera e propria riforma del mercato azionario italiano, a beneficio del sistema Italia.

**Questi sono i punti su cui oggi mi premeva richiamare la vostra attenzione. Nel ringraziare ancora per l'opportunità offertaci, continueremo a lavorare e supportarvi insieme alle altre Istituzioni e ai rappresentanti del sistema finanziario italiano in questa iniziativa di riforma dei mercati italiani a sostegno della crescita dell'economia reale del nostro Paese.**



## Osservazioni e proposte di emendamento

### 1. Disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi (Art. 4 del DDL)

Borsa Italiana condivide le semplificazioni apportate al regime delle società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, ma ritiene necessario completare il disegno riformatore, dando specifico rilievo normativo alle società con azioni negoziate in MTF e prevedendo in particolare:

- la loro esclusione dalla definizione di “*società emittenti strumenti finanziari diffusi*” (definizione che il DDL propone di introdurre nel nuovo articolo 2325-ter del codice civile);
- la loro inclusione nella definizione di “*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*” (articolo 2325-bis del codice civile) e quindi l’estensione del regime delle società aperte; ma, al contempo,
- l’individuazione di specifiche eccezioni all’applicazione del regime delle società aperte, in relazione a profili (quali, ad esempio: i quorum assembleari, la soglia per l’impugnazione delle delibere assembleari, le cause di recesso o, come già previsto dal DDL, le operazioni con parti correlate) che potrebbero comportare oneri o limitazioni eccessive, in considerazione delle specificità della quotazione sui sistemi multilaterali di negoziazione.

In tal modo, si assicurerebbe che agli emittenti con azioni negoziate in MTF si applichi una disciplina che: (i) non sia più, come è oggi, “variabile” in quanto dipendente dal grado di diffusione delle azioni del singolo emittente, bensì stabilmente fissata in modo chiaro al momento della quotazione; (ii) sia ben calibrata e totalmente autonoma (senza neppure rinvii indiretti) rispetto alla disciplina degli emittenti aventi azioni diffuse in misura rilevante.

## 2. Eccezioni ai limiti delle emissioni obbligazionarie (Art. 7 del DDL)

La norma intende facilitare l'emissione e il collocamento di obbligazioni di SPA e titoli di debito di SRL.

Si condivide l'obiettivo generale di agevolare l'emissione di titoli di debito da parte di società non quotate e stimolare il ricorso da parte di queste a canali di finanziamento complementari a quello bancario. Si osserva tuttavia che tali modifiche comportano come conseguenza indiretta una diminuzione della necessità di ricorrere ai mercati regolamentati e agli MTF per le emissioni di obbligazioni destinate a circolare esclusivamente tra investitori professionali diversi da quelli soggetti a vigilanza prudenziale, contemplati invece al comma 2 dell'art. 2412 c.c.. Nel caso, viceversa, l'emittente non intenda limitare la circolazione delle sue obbligazioni ai soli investitori professionali, rimane comunque ferma (e opportuna) la necessità di ricorrere alla quotazione nei mercati regolamentati e negli MTF che, in ragione degli standard di trasparenza applicati, continueranno a rappresentare un presidio fondamentale a tutela degli investitori retail. Si auspica di conseguenza che nel contesto del mutato quadro normativo si consideri altresì l'opportunità di introdurre benefici fiscali a supporto dell'attrattività dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione degli strumenti obbligazionari per preservarne la competitività in linea con gli obiettivi programmatici del disegno di legge.

## 3. Semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione (Art. 9 del DDL)

L'art. 9 del DDL contiene talune misure volte alla semplificazione delle procedure di ammissione alla negoziazione.

Nello specifico, il comma 2 dell'art. 66-*bis* del TUF che il DDL propone di modificare dispone che i requisiti per la quotazione di particolari tipologie di società siano definiti in via regolamentare (cfr. Art. 15, 16 e 17 del

Regolamento Mercati adottato con delibera CONSOB n. 20249 del 28 dicembre 2017).

In ragione dell'intervenuta armonizzazione dei requisiti minimi di ammissione a un mercato regolamentato a livello EU (MIFID II) che lascia, comunque, alla discrezionalità dei singoli gestori dei mercati la facoltà di introdurre ulteriori e più rigorosi requisiti di ammissione a seconda del livello di 'qualità' che intendono garantire sul proprio mercato, il legislatore propone di eliminare le lettere a) e c) del comma 2 dell'art. 66-*bis* del TUF che riguardano:

- (i) le società controllate, costituite e regolate dalla legge di Stati non appartenenti all'Unione europea, e
- (ii) le società finanziarie, il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni.

Borsa Italiana, sempre nello spirito di massima semplificazione e armonizzazione, propone di eliminare altresì la lettera b) del comma 2 dell'art. 66-*bis* del TUF avente ad oggetto le condizioni in presenza delle quali non possono essere quotate le azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società.

#### 4. Disposizioni in materia di voto plurimo (Art. 13 del DDL)

Il DDL contiene molteplici proposte di semplificazione di talune disposizioni del diritto societario italiano, che hanno l'effetto di ritardare l'esecuzione (e/o ridurre gli spazi di flessibilità nella definizione) di operazioni sul capitale sociale e altre operazioni straordinarie, rispetto a quanto avviene in altri ordinamenti giuridici europei, incentivando la fuga verso altri mercati comunitari di società in fase di quotazione o persino già quotate su mercati italiani.

In particolare, come detto, il DDL affronta coraggiosamente la disciplina del voto plurimo, già in discussione anche a livello europeo nel

contesto del Listing Act pubblicato dalla Commissione Europea a dicembre 2022. Il DDL prevede, solo per le nuove quotazioni, l'incremento da tre a dieci del numero massimo di voti da assegnare a ciascuna azione a voto plurimo.

Borsa Italiana supporta la modifica proposta ma invita il legislatore a prevedere adeguati presidi a tutela degli azionisti di minoranza in caso di cambio di controllo derivante dal trasferimento delle azioni a voto plurimo.

In tale evenienza, a nostro avviso, dovrebbe essere integrato l'articolo 106 del TUF, prevedendo che l'OPA obbligatoria sulle azioni ordinarie - conseguente al cambio di controllo - riconosca a tutti gli investitori lo stesso prezzo pagato per l'acquisto delle azioni a voto plurimo.

#### 5. Disposizioni in materia di diritto societario

Si propone altresì di introdurre le seguenti semplificazioni in tema di operazioni straordinarie:

(i) la riduzione da 30 a 7 giorni del termine per l'esercizio del diritto di opzione sulle azioni oggetto di recesso (art. 2437-*quater*, comma 2, del Codice Civile);

(ii) la modifica dell'art. 2440 del Codice Civile in materia di conferimenti di beni in natura e di crediti in modo che il diritto dei soci di chiedere che si proceda ad una nuova valutazione dei conferimenti scatti solo in assenza della verifica degli amministratori entro un termine congruo (15 gg.);

(iii) l'accorciamento del termine di opposizione dei creditori alla riduzione del capitale da 90 a 30 giorni (per le società non quotate) ed a 15 giorni (per le società quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione) (art. 2445, comma 3, del Codice Civile);

(iv) la riduzione del termine di opposizione dei creditori alla fusione da 60 a 30 giorni (per le società non quotate) ed a 15 giorni (per le società

quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione)  
(art. 2503, comma 1, del Codice Civile).