



Disegno di Legge
Interventi a sostegno della
competitività dei capitali
(A.S. 674)

Commissione Finanze, Senato della
Repubblica

Giugno 2023

Illustre Presidente, Onorevoli Senatori,

nella presente memoria si riportano le osservazioni di Confindustria sul disegno di legge recante “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”.

* * * *

Premessa

Il disegno di legge “Interventi a sostegno della competitività dei capitali” (di seguito “DDL”) affronta una materia di cruciale importanza per lo sviluppo e la competitività del sistema produttivo italiano e da tempo al centro delle priorità di Confindustria.

Un mercato dei capitali sviluppato, integrato a livello europeo, liquido ed efficiente rappresenta infatti una leva strategica per sostenere gli investimenti delle imprese e permettere loro di svilupparsi, innovare e competere sui mercati internazionali, assicurando di conseguenza la tenuta dei livelli occupazionali e preservando valore per il nostro Paese.

Per consentire alle imprese di affrontare i cambiamenti in corso, occorre metterle in condizione di attivare i capitali necessari. Capitali senza i quali non ci si ristruttura, non si aggiornano le produzioni, non si cambiano i modelli organizzativi e distributivi, e non si investe nelle sfide più attuali come quelle della transizione ambientale e digitale.

Capitali che non possono venire solo dal sistema bancario. Per questo, occorre riprendere quel processo di riforma osservato in Italia sin dal 2010 e finalizzato – attraverso una serie di interventi mirati ad accrescere la cultura finanziaria delle imprese, a mettere a loro disposizione strumenti finanziari dedicati e ad attivare un flusso stabile di risorse da investitori istituzionali e famiglie – a promuovere patrimonializzazione e diversificazione delle fonti finanziarie delle imprese, in particolare di PMI e mid cap, attraverso il loro accesso ai mercati dei capitali.

Va sottolineato come da tali interventi sia derivato un importante percorso di rafforzamento dei bilanci delle imprese italiane, in particolare delle PMI, che hanno progressivamente ridotto la dipendenza dal credito bancario e aumentato la diversificazione delle fonti finanziarie e del livello di patrimonializzazione. In particolare, si è osservata una crescita del

numero di imprese che hanno emesso obbligazioni, che si sono rivolte al mercato del private equity e del venture capital, che si sono quotate all'AIM o che, in generale, hanno fatto ricorso a canali finanziari cosiddetti alternativi.

Secondo le analisi del Politecnico di Milano, i flussi di finanziamento da canali alternativi per le PMI nei dodici mesi tra luglio 2021 e giugno 2022 ammontano a oltre 5 miliardi e nel periodo 2013-2022 sono stati emessi circa 1.500 minibond da oltre 1.000 imprese per quasi 9 miliardi; di queste, circa 3,6 miliardi si riferiscono a emissioni da parte di 663 PMI.

Inoltre, dal 2010 si è osservato un continuo rafforzamento dei bilanci di impresa, misurato, ad esempio, da una maggiore quota del capitale sul passivo e dalla riduzione della dipendenza dal debito bancario, in particolare per le PMI.

La pandemia e la crisi generata dal conflitto russo-ucraino e dalla crisi energetica hanno rappresentato una soluzione di continuità lungo tale percorso, spostando il focus su misure emergenziali quali la moratoria e i prestiti bancari garantiti che, sebbene siano state determinanti per la tenuta del nostro sistema produttivo, hanno arrestato e invertito il processo di rafforzamento dei bilanci delle imprese italiane.

In particolare, per le PMI, il rapporto tra debiti finanziari e capitale netto, che misura la solidità della struttura finanziaria delle imprese, è in altalena intorno ai valori elevati toccati nel 2020 a causa del brusco indebitamento emergenziale (61,1%). Dopo il temporaneo miglioramento del 2021 (59,9%), che provava a riprendere il trend di rafforzamento che era stato realizzato dalle imprese italiane fin dal 2010, tale rapporto è infatti peggiorato di nuovo nel 2022 secondo le stime Cerved (62,0%). E per il 2023 Cerved prevede un dato di poco migliore, ma solo se lo scenario resterà positivo (tra 60,9% nel *baseline* e 62,3% nello scenario peggiorativo).

L'attuale scenario, caratterizzato dal ripido incremento dei tassi di interesse e dall'impennata del costo del credito, accentua le tensioni finanziarie delle imprese, mettendo in evidenza la necessità di favorirne il riequilibrio della struttura finanziaria, anche attraverso il loro accesso a capitali pazienti.

Per questo è oggi necessario ridare slancio alle iniziative dedicate a favorire l'accesso delle imprese a fonti finanziarie alternative.

A tal fine, occorre una strategia integrata e coordinata a livello europeo, in grado di raggiungere le diverse tipologie e classi dimensionali di imprese e che combini interventi di natura fiscale, semplificazioni regolamentari e altre misure volte a favorire la nascita di operatori di mercato dedicati a investire in PMI e avvicinare imprese di dimensioni minori ai mercati dei capitali e a mobilitare un flusso stabile di risorse da risparmiatori e investitori istituzionali.

Il DDL va nella direzione sopra indicata, recependo una serie di istanze e proposte che, negli ultimi anni, Confindustria ha contribuito a definire e inserendosi nel solco delle diverse analisi e iniziative avviate di recente a livello europeo e nazionale.

Si ricordano, in particolare le diverse iniziative avviate dalla Commissione europea nel contesto della CMU – in particolare l'Action Plan 2020 della Commissione europea sulla CMU e i lavori dell'*High Level Forum on Capital Markets Union* e del *Technical Expert Stakeholder Group on SMEs* – che hanno portato alla presentazione di un pacchetto di proposte legislative (c.d. Listing act) volte a dare un nuovo impulso allo sviluppo e all'integrazione dei mercati dei finanziari europei e a renderli i più attraenti per le imprese, facilitando l'accesso al capitale per le PMI.

A livello nazionale, vanno ricordati il Rapporto dell'OCSE del 2020 "*Capital Market Review of Italy for 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*", commissionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) e il Libro Verde dello stesso MEF su "*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*", che hanno segnalato la necessità di semplificare e razionalizzare il quadro regolamentare italiano per ridurre gli oneri che gravano sulle imprese che si quotano, indicando le direttrici di un intervento più organico volto ad aumentare la competitività del mercato dei capitali italiano e ridurre il divario competitivo rispetto ad altri mercati più dinamici. Al Libro Verde del MEF hanno poi fatto seguito alcune semplificazioni in tema di prospetti e di obblighi documentali per la quotazione introdotte nel 2022 da Consob e Borsa Italiana.

Il DDL all'esame della Commissione Finanze del Senato appare complessivamente in linea con il percorso delineato da tali iniziative rispetto alle quali compie alcuni, positivi passi nella direzione della semplificazione e della flessibilità normativa e dell'aumento dell'attrattività della raccolta sui mercati capitali.

Le misure del disegno di legge

Le misure contenute nel DDL, come in precedenza accennato, appaiono nel loro complesso apprezzabili e concretamente in grado di contribuire a migliorare la competitività del mercato dei capitali italiano attraverso la semplificazione e razionalizzazione del quadro normativo.

In particolare, è positivo che il DDL contenga: misure tese a favorire sia l'accesso sia la permanenza sui mercati dei capitali; che elimini alcuni casi di *golplating*; che miri a rafforzare l'autonomia statutaria delle società quotate e il ruolo degli investitori istituzionali nel finanziamento del capitale; che punti a una maggiore proporzionalità delle regole per le società di minori dimensioni e a una maggiore flessibilità negli strumenti sanzionatori della Consob.

Di seguito si riportano dei commenti specifici su alcune misure del DDL di interesse per le imprese e sulle possibili aree di miglioramento delle stesse, così come delle considerazioni in merito a ulteriori interventi necessari per promuovere l'accesso delle imprese italiane, in particolare di dimensioni piccole e medie ai mercati dei capitali.

Il DDL prevede, all'articolo 1, un intervento volto ad ampliare i casi di **esenzione dalla disciplina delle offerte fuori sede** nei casi di cosiddetto auto-collocamento da parte dell'emittente.

Appare comunque opportuno valutare, al fine di assicurare che l'intervento sia effettivamente finalizzato a favorire l'accesso delle imprese al mercato del capitale di rischio evitando un'estensione impropria della sua portata, di introdurre delle limitazioni alla misura, per esempio riferendola solo alle azioni e agli strumenti convertibili in azioni emessi da soggetti diversi da SICAV e SICAF. Al tempo stesso si potrebbe prendere in considerazione l'opportunità di riferire la deroga, pur con appositi presidi a tutela degli investitori, anche alle operazioni finalizzate all'ammissione alle negoziazioni.

Il DDL dispone poi **l'estensione della definizione di PMI quotata** (articolo 2), innalzando a 1 miliardo di euro, da 500 milioni, la soglia di capitalizzazione al di sotto della quale le imprese rientrano in tale definizione, beneficiando di alcune semplificazioni normative.

Si tratta di un intervento positivo, in linea con le raccomandazioni europee emerse nel contesto dei lavori volti alla creazione di una Unione dei Mercati dei Capitali (in particolare la raccomandazione del *High Level Forum on Capital Markets Union* del 2020 e quella del *Final report of the Technical Expert Stakeholder Group on SMEs* del 2021) e da tempo auspicato da Confindustria.

L'estensione va infatti nella direzione di semplificare gli oneri per le imprese che si quotano, rendendoli proporzionali alla dimensione aziendale e conseguentemente di avvicinare ai mercati di borsa sempre più imprese di piccole e medie dimensioni a elevato potenziale di crescita.

L'intervento andrebbe completato e rafforzato, sia estendendo la definizione a tutti i regolamenti attuativi del TUF, allineando quindi le definizioni di PMI quotata e di società quotata di minori dimensioni utilizzate da diversi regolamenti, sia aumentando le misure di semplificazione dedicate alle PMI quotate, oggi limitate al regime dell'opa totalitaria e agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

In tema di definizione di PMI quotate, sarebbe poi necessario un intervento coordinato a livello europeo per allineare la definizione contenuta nelle diverse normative in materia finanziaria – in particolare nella Direttiva MiFID II (Direttiva UE 65/2014) e nel Regolamento in materia di prospetto (Regolamento UE 2017/1129) – e in quella sugli Aiuti di Stato, così da consentire agli Stati Membri di assicurare un adeguato supporto, ove necessario e opportuno, ai percorsi di crescita di tali imprese da realizzarsi attraverso i mercati dei capitali.

Vanno inoltre nella direzione di favorire l'accesso delle PMI ai mercati e sono pertanto positive, le disposizioni del DDL che prevedono: i) la possibilità per le PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata di accedere al **regime di dematerializzazione** delle proprie quote previsto dal TUF (articolo 3), che è volta a ridurre costi e oneri amministrativi legati all'emissione e al trasferimento delle quote; ii) l'estensione alle imprese emittenti strumenti finanziari negoziati in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) della **facoltà**

di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali (articolo 5), che potrebbe accrescere l'appetibilità e visibilità di tali società nei confronti degli investitori, anche considerata la crescente internazionalizzazione dei mercati non regolamentati.

Analoga valutazione vale per le disposizioni del DDL tese a promuovere la sottoscrizione di **titoli di debito di società non quotate** da parte di investitori professionali (articolo 7), che potrebbe in particolare favorire l'emissione dei cosiddetti *minibond*.

Ulteriori azioni per favorire la quotazione delle PMI e l'emissione di obbligazioni da parte di tali imprese sono possibili.

In particolare, si dovrebbe rafforzare l'intervento del Fondo di Garanzia per le PMI a copertura di portafogli di obbligazioni (previsto dal DL 73/2021 e di recente attivato) che costituisce uno strumento concretamente in grado di avvicinare al mercato obbligazionario imprese sempre più piccole, che da sole non avrebbero le dimensioni per emettere bond e attrarre investitori istituzionali. Ai fini di tale rafforzamento, si dovrebbe abbassare la soglia minima delle emissioni garantibili (da 2 milioni a 500mila euro) e andrebbero innalzati la copertura della garanzia, l'importo massimo delle emissioni garantibili e i limiti di concentrazione di portafoglio attualmente previsti.

Si dovrebbe poi potenziare il credito di imposta per la quotazione delle PMI, introdotto con la Legge di Bilancio 2018, che abbattendo i costi da sostenere per la quotazione, interviene su uno dei fattori che maggiormente scoraggiano l'accesso al mercato dei capitali pubblici da parte delle imprese. L'agevolazione andrebbe estesa anche alle mid cap (intese come imprese con numero di dipendenti fino a 499), ferma la necessità, in tal caso, di intervenire sulle regole europee in materia di Aiuti di Stato, estendendo loro alcuni regimi di aiuto (in particolare, quelli concessi ai sensi del Regolamento Generale di Esenzione, GBER).

Sono da valutare positivamente anche le disposizioni del DDL volte ad abrogare la **disciplina del TUF dei c.d. "emittenti titoli diffusi"** (articolo 4).

Tale disciplina – che costituisce un caso di *goldplating* dell'ordinamento italiano e rappresenta un unicum nel panorama europeo – ha infatti avuto l'effetto di estendere buona parte degli obblighi in capo alle società quotate sui mercati regolamentati alle società con titoli negoziati su MTF, aumentandone oneri e costi. Resta però ferma la necessità di una

maggior razionalizzazione, certezza e trasparenza della disciplina applicabile a tali società, per la quale si dovrebbe valutare una revisione dell'impianto normativo attuale.

Un medesimo apprezzamento si esprime con riferimento alle **disposizioni del DDL in materia di flottante** (articolo 6), che sopprimono il potere discrezionale della Consob di aumentare il flottante nelle ipotesi in cui un soggetto che detiene una partecipazione superiore al 90% del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, sia tenuto a ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

Viene infatti superato un caso di *goldplating* della normativa italiana, che senza rappresentare un'effettiva e necessaria tutela delle minoranze, è fonte di incertezza per le imprese emittenti.

Di particolare rilevanza sono le misure del DDL esplicitamente finalizzate, anche attraverso interventi di semplificazione e di valorizzazione dell'autonomia statutaria, a facilitare l'accesso delle imprese al mercato dei capitali italiano.

Al riguardo, è innanzitutto apprezzabile l'intervento del DDL che mira a **favorire gli aumenti di capitale delle imprese** (articolo 8), prorogando, fino al 30 aprile 2025, la disciplina speciale introdotta durante la pandemia da Covid-19 dal DL Semplificazioni (DL 76/2020).

Si tratta, tuttavia, di una semplificazione solo temporanea, che andrebbe invece introdotta in via permanente, anche considerato il fatto che le misure in questione sono coerenti con le regole europee (in particolare con le disposizioni in materia di voto per le decisioni dell'assemblea contenute nell'articolo 83 della Direttiva UE 2017/1132).

Risultano poi condivisibili gli interventi del DDL riguardanti:

- la **semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione** (articolo 9);
- l'**approvazione del prospetto e responsabilità del collocatore** (articolo 10 DDL) che, in particolare, abrogano la responsabilità del prospetto in capo al responsabile del collocamento e chiariscono che i termini per l'approvazione del prospetto decorrono dalla data di presentazione della domanda, eliminando quindi l'istruttoria

preliminare sul controllo della stessa. In entrambi i casi il DDL intende quindi opportunamente superare previsioni della normativa italiana non in linea con il Regolamento europeo sul prospetto, semplificando e riducendo gli oneri per la produzione del prospetto stesso, senza incidere sulla necessaria tutela degli investitori dato che tale tutela è assicurata dal regime di responsabilità previsto in capo agli emittenti e agli eventuali garanti;

- **l'abrogazione dell'obbligo di segnalazione delle operazioni effettuate dagli azionisti di controllo sui titoli della società** (articolo 11), che allinea la normativa nazionale alla disciplina europea sugli abusi di mercato (Regolamento UE 596/2014).

Decisamente significativo è l'intervento del DDL in tema di **svolgimento delle assemblee delle società quotate** (articolo 12), che rende permanente una facoltà introdotta all'inizio della crisi pandemica dal DL Cura Italia (DL 18/2020), consentendo, qualora previsto dallo Statuto, che l'intervento e il voto in assemblea avvengano esclusivamente tramite il rappresentante designato dalla società, dunque senza una presenza fisica dei singoli azionisti.

Si tratta di una scelta condivisibile, considerate le tendenze evolutive in atto relative al modello assembleare delle società quotate.

Con riferimento alle disposizioni del DDL finalizzate a incentivare l'accesso delle imprese, specie di minori dimensioni, al mercato dei capitali, particolare interesse suscitano le disposizioni del DDL in materia di **voto plurimo** (articolo 13), che modificano l'attuale disciplina (art. 2351, co. 4, cc), incrementando da tre a dieci il numero di voti da assegnare a ciascuna azione a voto plurimo.

L'intervento si pone in scia con la proposta della Commissione europea, contenuta nel pacchetto sul *Listing Act*, volta a prevedere norme comuni sulle strutture azionarie con diritto di voto plurimo per le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali.

Introdotta nel 2014 con il DL c.d. *Competitività* (DL n. 91/2014), a oggi, il voto plurimo è stato adottato solo da 6 società quotate. Nel frattempo, si è intensificato il fenomeno, che ha iniziato a manifestarsi proprio in quegli anni, di società italiane che hanno deciso di spostare

la sede legale all'estero o di quotarsi su mercati esteri, per sfruttare la maggiore flessibilità nell'articolazione dei diritti di voto di alcuni ordinamenti. È degli ultimi giorni, ad esempio, la notizia della decisione di Brembo di trasferire la propria sede legale in Olanda.

In questo contesto, l'elevazione a dieci del fattore di moltiplicazione rappresenterebbe senz'altro un fattore di maggiore competitività del mercato dei capitali domestico, in linea anche con le indicazioni del Libro Verde.

Esigenza alla quale sarebbe opportuno offrire una risposta più pregnante, con una misura di carattere complementare, che interessi il voto maggiorato. Ciò al fine non soltanto di incentivare e facilitare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle società di prossima quotazione, ma di agevolare la crescita anche delle società già quotate e di attrarre società estere sul mercato domestico.

Si ricorda, infatti, che il voto plurimo può essere adottato solo dalle società non quotate e mantenuto in sede di quotazione (art. 127-*sexies*, TUF); il voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, può essere introdotto dalle società già quotate a favore dei soci che detengono le azioni da almeno due anni (art. 127-*quinques*, TUF).

Si, propone, allora, di riconoscere agli statuti la possibilità di prevedere, anche per il voto maggiorato, l'incremento del numero dei voti fino a un massimo di dieci, secondo un rapporto di un voto aggiuntivo per ogni dodici mesi di possesso continuativo, anche riconoscendo, in questi casi, il diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso alla delibera di modifica dello statuto per l'introduzione del voto maggiorato "rafforzato".

È poi particolarmente apprezzabile che il DDL punti, tra le altre finalità, a rafforzare il ruolo degli investitori istituzionali di lungo periodo ai fini del finanziamento delle imprese e dello sviluppo dei mercati dei capitali.

In proposito, è pienamente condivisibile la modifica del TUF finalizzata a **includere le Casse di Previdenza tra le controparti qualificate ai fini della prestazione dei servizi di investimento** (articolo 14), che è finalizzata ad alleviare per tali soggetti – che gestiscono una mole decisamente rilevante di risparmi previdenziali – e per le loro controparti gli oneri connessi alla necessità di riclassificazione come "clienti professionali su richiesta".

In proposito, si sottolinea che, al fine di facilitare la partecipazione al mercato dei capitali da parte di investitori privati, si dovrebbe valutare l'opportunità, già segnalata dal "Comitato degli operatori di mercato e degli investitori" (COMI) costituito presso la Consob, di rivedere la definizione di "clienti professionali su richiesta" così come quella di introdurre la categoria degli investitori "semiprofessionali", nella quale includere includerebbe i clienti in possesso di un portafoglio di strumenti finanziari consistente. Nella stessa direzione va peraltro la recente proposta della Commissione europea sulla EU Retail Investment Strategy, che propone una revisione della classificazione, ai sensi della MiFID II, dei clienti professionali su richiesta.

Sono altresì positive le misure di **semplificazione della vigilanza sulle SICAV e SICAF eterogestite** (articolo 15) e quelle volte a consentire di conferire a un gestore di portafogli il potere di esercitare i **diritti di voto per più assemblee** (articolo 16).

Le suddette misure del DDL dovrebbero però rappresentare solo una base di partenza di un più ampio spettro di interventi tesi al rafforzamento del ruolo degli investitori istituzionali a supporto dello sviluppo dei mercati dei capitali e del finanziamento delle imprese.

Altre iniziative di dovrebbero prendere in considerazione. Tra queste, oltre a quanto già indicato in precedenza, occorre valutare la creazione di un fondo di fondi dedicato a finalizzato a favorire lo sviluppo di fondi specializzati in PMI, che agisca come *anchor investor* attraendo investitori istituzionali.

Inoltre, si dovrebbero prevedere misure specifiche (eventualmente rafforzando quelle esistenti), anche fiscali, volte a mobilitare un flusso di risorse pazienti dagli investitori istituzionali verso le imprese, incluse quelle non quotate.

In generale, la leva fiscale può essere utilizzata per favorire processi di capitalizzazione e crescita dimensionale delle imprese. Gli interventi ipotizzabili sono diversi e possono convergere tanto sulle imprese, quanto sui soci e sugli investitori privati. In ogni caso, per perseguire obiettivi credibili di sostegno al tessuto produttivo, gli strumenti fiscali adottati devono avere carattere strutturale o – quanto meno – declinarsi nel medio-lungo periodo.

A tale riguardo, nel contesto dei prossimi interventi di revisione complessiva del sistema fiscale nazionale, andranno valutate le opportunità di intervento anche sul piano della tassazione degli investimenti.

Sul punto, vale la pena evidenziare che il DDL delega di riforma fiscale (A.C. 1038) prefigura una ampia opera di armonizzazione della disciplina dei redditi finanziari, superando – in ottica di semplificazione – la attuale distinzione tra redditi di capitale e redditi diversi, consentendo di compensare minusvalenze e perdite non soltanto con plusvalenze e altri redditi diversi di natura finanziaria, ma anche con i proventi attualmente ricompresi nella categoria dei redditi di capitale (quali, ad esempio, interessi e dividendi); inoltre, si prevede la deducibilità di costi e oneri inerenti ai redditi finanziari e la generalizzata applicazione del principio di cassa.

Fermo questo progetto, andranno valutate specifiche linee di intervento per sostenere gli investimenti in titoli emessi dalle imprese – quotate e non – e per ricondurre a maggiore razionalità la tassazione dei redditi partecipativi, oggi tassati in capo alla società e al socio.

Da monitorare, inoltre, anche sulla base del gettito finora garantito, le linee di intervento del Governo sulla imposta sulle transazioni finanziarie (art. 1, co. 491-500, legge 24 dicembre 2012, n. 288), in termini di abrogazione o maggiore razionalizzazione con riguardo alle transazioni fuori dai mercati regolamentati e alle imprese quotate con capitalizzazione fino a 1 miliardo di euro.

Una riflessione dedicata meritano gli enti previdenziali – fondi pensione e Casse di Previdenza – che, nonostante i progressi registrati negli ultimi anni, investono una quota ancora troppo contenuta del loro patrimonio, soprattutto se valutata nel confronto internazionale, in titoli di capitale e di debito di imprese domestiche e in asset alternativi illiquidi.

Investire in asset alternativi illiquidi, con modalità tali da assicurare la maggiore efficienza allocativa e la maggior tutela del risparmio previdenziale dei lavoratori, richiede però elevate competenze e adeguata diversificazione di portafoglio. In proposito, con specifico riferimento ai fondi pensione è importante promuovere un processo di consolidamento, anche favorendo la creazione di piattaforme e consorzi di investimento per l'aggregazione di portafogli ai fini del raggiungimento di una dimensione minima per un'efficace diversificazione dell'investimento con chiara definizione di presidi di governance e di controllo in capo agli investitori previdenziali.

Sono poi apprezzabili le scelte compiute dal DDL in tema di disciplina delle Autorità nazionali di vigilanza. In particolare, sono valutate positivamente le **modifiche alla disciplina del “cooling off” e “cooling in” dei componenti e dei dirigenti di Consob, Banca d’Italia e IVASS** (articolo 18), che in coerenza con quanto suggerito dall’OCSE, sono orientate ad aumentare l’attrattività per esperti di settore delle posizioni presso le autorità di vigilanza, senza che venga pregiudicato il necessario presidio rispetto ai rischi di conflitto di interessi.

Inoltre, sono condivisibili le **modifiche ai poteri sanzionatori della Consob** (articolo 20), che, introducendo la possibilità per i soggetti destinatari di sanzioni di accedere, sotto la vigilanza della Consob, a un sistema di impegni alternativo al procedimento sanzionatorio, potrebbero rendere più efficace i procedimenti stessi e favorire la riduzione del contenzioso.

Proprio a tal fine, si potrebbe valutare di consentire la presentazione degli impegni, non solo successivamente alla notificazione degli addebiti, ma anche in una fase precedente, ad esito dell’attività istruttoria, in linea con quanto previsto laddove siano contemplati analoghi sistemi di soluzione concordata.

Più in generale, si osserva che questi interventi si collocano in un ambito, quello sanzionatorio legato al TUF, che dovrebbe formare oggetto di un disegno di riforma più complessivo, al fine di eliminare le scelte di *goldplating* operate dal nostro legislatore e connotare il sistema sanzionatorio con caratteri di maggiore determinatezza e proporzionalità in ordine, rispettivamente, a condotte e soggetti sanzionabili e sanzioni erogabili.

Infine, è di particolare rilievo la scelta del DDL di intervenire sul tema **dell’educazione finanziaria** (articolo 21) attraverso l’introduzione di percorsi di formazione nell’ambito dell’insegnamento dell’educazione civica nelle scuole.

Accrescere la consapevolezza dei cittadini in tema finanziario, assicurativo e previdenziale è infatti strategico al fine di sviluppare i mercati dei capitali e incrementare i flussi finanziari verso le imprese.

Contestualmente, si deve anche continuare a promuovere, attraverso programmi di sensibilizzazione e formazione, l’evoluzione della cultura finanziaria delle PMI, indispensabile per accompagnarle sui mercati dei capitali. In proposito, uno strumento che

si è rivelato efficace è quello dei voucher per i Temporary Manager, che può consentire l'inserimento in azienda della figura del Chief Financial Officer, strategica per l'accesso ai mercati dei capitali. Tale incentivo dovrebbe essere reso strutturale e potenziato a beneficio delle medie imprese.

* * * *

In conclusione, si ribadisce che il DDL contiene, nel suo complesso, degli interventi da valutarsi positivamente e che appaiono concretamente in grado di favorire lo sviluppo del mercato dei capitali domestico, in linea, peraltro, coi più recenti orientamenti europei.

È essenziale che l'iter del provvedimento si concluda in tempi brevi, così da rendere tempestivamente operative le misure proposte.

Inoltre, si dovrebbe cogliere l'occasione del dibattito parlamentare per rafforzare l'impianto del DDL in linea con quanto indicato nella presente memoria.