



Senato della Repubblica
VI Commissione permanente (Finanze e Tesoro)

Disegno di legge n. 674
*“Interventi a sostegno della competitività dei
capitali”*

*Testo dell’audizione di Carmine Di Noia,
Direttore Affari Finanziari e dell’Impresa dell’OCSE
(Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico)*

Roma, 13 luglio, 2023

Illustre Presidente, Onorevoli Senatori,

In qualità di Direttore Affari Finanziari e dell'Impresa dell'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico), desidero anzitutto ringraziare il Presidente della Commissione, Senatore Garavaglia, e gli Onorevoli Senatori della Commissione per l'invito a fornire considerazioni sul provvedimento in esame da parte del Senato volto alla promozione del mercato dei capitali italiano.

Come sottolineato dalla stessa Relazione che accompagna il Disegno di Legge sulla competitività del mercato dei capitali (di seguito "DDL"), l'intervento normativo nasce nel solco delle raccomandazioni delineate nel Rapporto dell'OCSE "*Capital Market Review of Italy for 2020: Creating Growth Opportunities for Companies and Italian Savers*" (di seguito "Rapporto OCSE"), richiesto dal Ministero dell'economia e delle finanze, finanziato dal Servizio per il sostegno alle riforme strutturali della Commissione Europea (ora DG Reform), e presentato a fine gennaio del 2020.¹ Sono onorato di vedere, a distanza di tre anni dalla pubblicazione, i primi risultati concreti. Il DDL rappresenta infatti un ulteriore passo per rafforzare la cornice regolamentare e istituzionale di cui l'Italia ha bisogno per rilanciare il suo mercato dei capitali a livello nazionale, europeo e globale.

Il mio intervento si articola in tre parti: in primo luogo, alcune considerazioni generali sulla portata del DDL e una panoramica introduttiva delle raccomandazioni dell'OCSE e degli standard internazionali in materia, anche alla luce del contesto di riferimento; in secondo luogo, una disamina, seguendo i tre capi del provvedimento, di alcune delle singole disposizioni proposte nel DDL anche in relazione alle raccomandazioni e agli standard dell'OCSE; infine, alcune considerazioni su possibili sviluppi successivi, anche in continuità con il lavoro svolto dall'OCSE.

¹ OECD, *Capital Market Review of Italy 2020 "Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, 2020, (<https://www.oecd.org/corporate/ca/OECD-Capital-Market-Review-Italy.pdf>).

Osservazioni generali sul DDL in relazione al mercato dei capitali italiano e alle raccomandazioni OCSE

La struttura del DDL è molto equilibrata in quanto tratta tutta la filiera del mercato finanziario: domanda, offerta, e contesto istituzionale con disposizioni sugli emittenti, gli intermediari, le Autorità di vigilanza e, da ultimo, i risparmiatori con misure di promozione dell'inclusione finanziaria.

Inoltre il DDL, come anche indicato nell'audizione del rappresentante del Ministero dell'economia e delle finanze, rappresenta solo un primo intervento (preparato dal Libro Verde) per *“un ulteriore e più incisivo processo di riforma”* che possa *“avviare una revisione complessiva ed organica della legislazione finanziaria italiana che assicuri una piattaforma regolamentare e di supervisione pubblica coerente con la strategia per la crescita del mercato, semplificando e velocizzando i processi decisionali sull'esempio di altri Paesi Europei”*.

Nel complesso, le proposte contenute nel DDL sono condivisibili. Il provvedimento è allineato alle raccomandazioni formulate nel Rapporto OCSE e alle altre iniziative finora intraprese per favorire la semplificazione e rimuovere i profili di criticità caratterizzanti l'ecosistema del mercato dei capitali italiano.

Negli ultimi anni, l'Italia ha avviato un percorso di riforme volte a migliorare la solidità finanziaria delle imprese e a rafforzare i mercati dei capitali. Ciononostante, le dimensioni del mercato italiano rimangono ridotte rispetto a quelle dell'economia italiana e rispetto ad altri mercati europei, segnalando la necessità di un ripensamento della strategia e di un progetto di riforme più ambizioso.

Nel contesto dell'esame del DDL, il Rapporto OCSE del 2020 ha senz'altro rappresentato un punto di partenza per stimolare un dibattito consapevole e definire la direzione delle misure necessarie per favorire la competitività dei mercati italiani.² Pertanto, partire dalle raccomandazioni del Rapporto OCSE, ci permette di meglio comprendere il filo rosso delle iniziative in esame e quali miglioramenti siano auspicabili per realizzare le ambizioni del DDL.

Le raccomandazioni formulate dall'OCSE possono essere raggruppate in tre aree chiave e si articolano in misure più specifiche delineate nel Rapporto:

- (1) L'accesso al capitale da parte delle imprese e il ruolo delle Autorità nazionali competenti, mediante la promozione di nuove ammissioni alla quotazione sul mercato e il potenziamento del ruolo delle Autorità di vigilanza, insieme al consolidamento del quadro istituzionale per migliorare i mercati dei capitali.
- (2) La creazione di opportunità per i cittadini, gli investitori e le aziende in crescita, migliorando tra l'altro le condizioni per la partecipazione da parte degli investitori individuali qualificati e incoraggiando la partecipazione ai mercati da parte degli investitori istituzionali.

² In questo contesto, è importante ricordare come sia stata l'OCSE ad aver raccomandato all'Italia di valutare l'opportunità di condurre una consultazione pubblica svolta poi dal MEF e che ha dato origine al [Libro Verde](#).

- (3) Il miglioramento delle condizioni nei mercati primari e secondari, adottando misure volte a garantire un migliore accesso e liquidità nel mercato delle obbligazioni societarie per le imprese non finanziarie.

Queste raccomandazioni, come sottolinea il Rapporto OCSE, rappresentano un piano d'azione che necessita di misure coordinate e non di interventi isolati che trattino separatamente i diversi elementi che compongono il quadro. Pertanto, attingendo da esperienze e standard riconosciuti a livello internazionale, quali i *Principi di Corporate Governance del G20/OCSE* (di seguito “*Principi*”),³ il DDL e le eventuali misure a seguire potranno aiutare il Paese a rafforzare l'accesso delle imprese al mercato dei capitali e a offrire ai risparmiatori maggiori opportunità di investimento senza tralasciare le loro esigenze di tutela, entrambi obiettivi di *public policy* perseguiti dai *Principi*.

Il Rapporto OCSE rileva che il sistema industriale italiano è caratterizzato come negli altri Paesi da una varietà di imprese, molte in crescita (e non solo aziende familiari) (*high-growth firms* “HGF”) e altre in difficoltà (*fading firms*) (Figura 1).⁴ È soprattutto interessante notare come le imprese italiane ad alta crescita siano state, dal 2014 al 2020, una percentuale perfino maggiore di quelle francesi e tedesche e abbiano registrato percentuali allineate a quelle spagnole e, soprattutto, svedesi che, in numero molto elevato, sono poi confluite sul segmento della borsa per le imprese ad alta crescita.

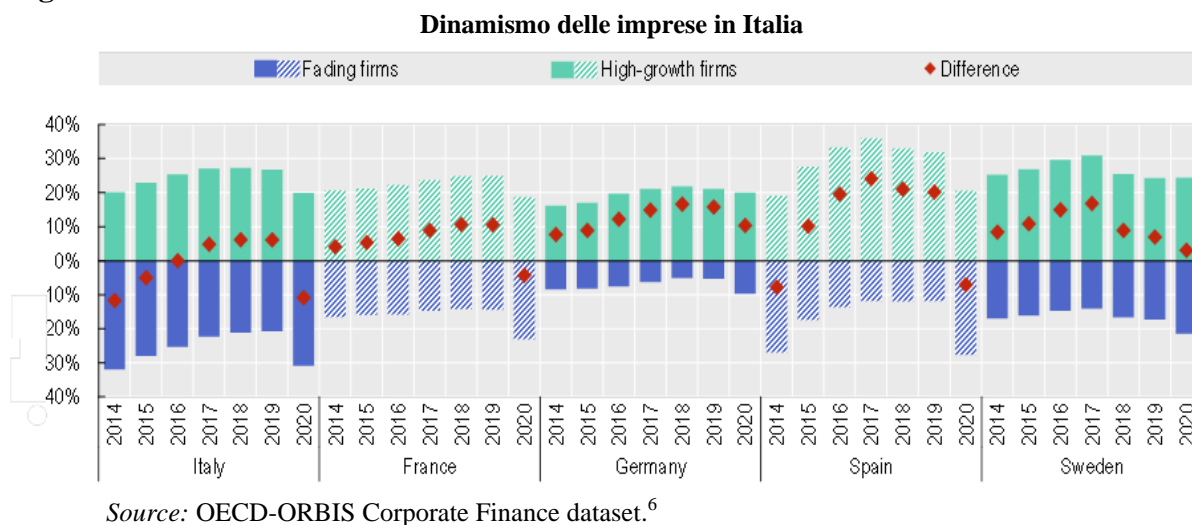
Alla luce di questi dati, ritengo sia importante concentrare l'attenzione proprio sulle imprese in crescita, in modo da consentire loro, attraverso l'accesso a canali di finanziamento di mercato (azionario e obbligazionario⁵) complementari a quello bancario, di espandersi e realizzare il loro potenziale, creando occupazione e crescita economica.

³ OECD, *Recommendation of the Council on Principles of Corporate Governance*, 2023, (<https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0413>).

⁴ Rapporto OCSE, p. 71. Nel Rapporto OCSE, le imprese in crescita (HGF) sono definite come le imprese che registrano crescita triennale annualizzata delle vendite superiore al 10%. La misurazione della crescita su un periodo di tre anni permette di identificare le aziende con tassi di crescita costanti e di escludere variazioni temporanee. Allo stesso modo, le aziende in difficoltà (*fading firms*) sono definite come aziende con una diminuzione del fatturato triennale annualizzato maggiore del 10%.

⁵ L'esperienza dei *minibond* emessi da piccole imprese è stata positiva, in termini di quantità e qualità, segnalando in particolare la volontà degli emittenti di essere più trasparenti e predisposti a un successivo ingresso sul mercato azionario, diretto o attraverso ad esempio le SPAC, oppure anche per ottenere un finanziamento bancario tradizionale a migliori condizioni. Si veda, ad esempio, S. Ongena, S. Pinoli, P. Rossi e A. Scopelliti, *Bank credit and market-based finance for corporations: the effects of minibond issuances*, Banca d'Italia, *Temì di discussione (Working Papers)*, n. 1315, 2021, (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2021/2021-1315/en_Tema_1315.pdf?language_id=1).

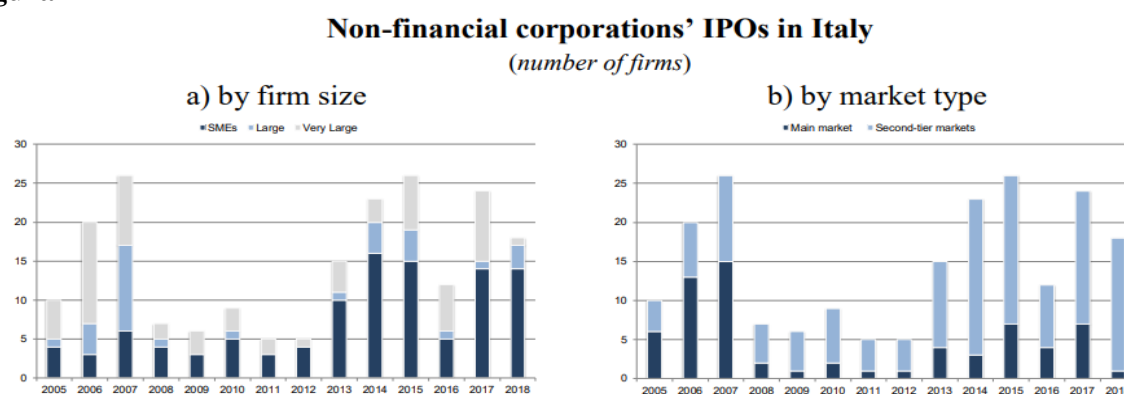
Figura 1



Il potenziale delle PMI in Italia è quindi molto elevato: rendere la piazza italiana attraente per imprese promettenti che vogliono crescere ed espandersi è quindi una priorità, sia con riferimento ai mercati obbligazionari che azionari.

Con riferimento al mercato azionario, l'aumento del numero di imprese italiane quotate negli ultimi 15 anni è in larga parte dovuto a imprese di minore dimensione, a differenza del decennio precedente caratterizzato, tra l'altro, anche dall'ondata di privatizzazioni di grandi imprese (cfr. Figura 2 e audizione del rappresentante del Ministero dell'economia e delle finanze).

Figura 2



Source: Bloomberg.

Note: Number of IPOs by domestic non-financial firms for the Italian stock exchange. The number of IPOs refers to «trading» deals, i.e. equity offerings that were successfully placed in the market. Direct listing (i.e. IPOs not involving any underwriter) are excluded. In the right-hand panel second-tier markets include Mercato Expandi (2004-08), MAC (2007-12) and AIM Italia (2009-2018).

Fonte: Banca d'Italia.⁷

⁶ Grafico incluso della Rapporto OCSE 2020 per gli anni dal 2014-16, aggiornato per questo documento.

⁷ P. Finaldi Russo, F. Parlapiano, D. Pianeselli, I. Supino, *Firms' listings: what is new? Italy versus the main European stock exchanges*, Banca d'Italia, *Occasional Papers*, n. 555, *Questioni di Economia e Finanza*, 2020 (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0555/OEF_555_20.pdf?language_id=1).

In particolare, circa due terzi delle imprese che sono entrate nel mercato azionario nell'ultimo quindicennio erano PMI e la stragrande maggioranza delle IPO ha avuto luogo in mercati di secondo livello.

Questo significa che l'espansione delle quotazioni in Italia è stata guidata dalle PMI e ciò è avvenuto in segmenti di mercato caratterizzati da un ambiente regolamentare proporzionato. Pertanto, l'infrastruttura del mercato prima MAC, poi AIM Italia, ora *Euronext Growth Milano*, ha svolto e – aggiungo deve continuare a svolgere – un ruolo fondamentale nel favorire la crescita della finanza di mercato italiana.⁸

In aggiunta, il fatto che Borsa Italiana faccia ora parte di uno dei principali *network* di mercati borsistici europei può facilitare la mobilità orizzontale tra listini delle società quotate, rendendola, *ceteris paribus*, più facile in presenza di differenze di regolamentazione, societaria e dei mercati, e di approccio alla vigilanza. Allo stesso tempo, facilitare l'appianamento di differenze pone le condizioni necessarie per far sì che la piazza italiana possa divenire strategica non solo per imprese italiane ma anche per imprese e investitori esteri.

⁸ EGM ha attualmente una capitalizzazione pari a circa 9 miliardi di Euro, con 135 società ammesse alle negoziazioni e, in funzione delle operazioni annunciate, nel corso del 2023 potrebbe superare i 12 miliardi.

Osservazioni su alcune disposizioni del DDL in relazione al Rapporto OCSE

Nei punti seguenti accennerò ad alcune tematiche del DDL, seguendo la divisione in tre capi, approfondendo quelle più affini alle raccomandazioni del Rapporto OCSE e sottolineando le motivazioni di condivisione o sollevando profili di criticità e possibile miglioramento in relazione ad alcune delle proposte.

Capo I – Semplificazione in Materia di Accesso e Regolamentazione dei Mercati di Capitali

Per quanto riguarda il Capo I del DDL, le modifiche riguardanti la semplificazione in materia di accesso e regolamentazione dei mercati di capitali sono complessivamente positive. I mercati borsistici rivestono un ruolo di rilievo nel mettere in contatto le aziende con l'esigenza di accedere al finanziamento esterno mediante capitale proprio e di debito e gli investitori disposti a fornire loro tali capitali: essi, quindi, rappresentano l'elemento centrale dell'ecosistema del mercato dei titoli; il loro funzionamento è fondamentale per la reputazione del mercato dei capitali nel suo insieme; il loro contributo è altresì decisivo per conseguire economie di scala sufficienti, un maggiore livello di liquidità e una più ampia base di investitori.

Con riferimento alla questione del cd. *gold plating*, l'OCSE aveva già identificato in Italia numerosi istituti e oneri regolamentari rappresentanti casi di *gold plating*, suggerendo di valutare se fossero giustificati o se dovessero essere rimossi o ripensati al fine di incoraggiare l'accesso e la permanenza delle imprese nel mercato italiano.

È importante favorire la raccolta di capitale proprio e di debito da parte delle imprese, soprattutto non quotate, aumentando in tal modo le possibilità di investimento, diretto e indiretto dei risparmiatori in presenza di un adeguato e proporzionale grado di tutela, che è stato fornito in questi anni anche dalla disciplina dell'offerta fuori sede.

In tal senso, forse appare coerente con l'intera *ratio* del provvedimento limitarsi ad ampliare le possibilità di auto-collocamento proprio ai casi di ammissione alle negoziazioni di un emittente azioni e/o obbligazioni a un sistema multilaterale (come EGM), in particolare, quando non esista un chiaro bisogno di protezione dell'investitore. Si tratta, ad esempio, dei casi di investitori professionali, anche su domanda (in linea con la nuova *retail investment strategy* proposta dalla Commissione Europea)⁹ o di investitori (anche diversi dai precedenti) che abbiano ad esempio richiesto di essere inseriti in un apposito elenco presso la CONSOB, che andrebbe pertanto ripristinato,¹⁰ anche in linea con quanto indicato nel Rapporto OCSE.

Sono da accogliere positivamente non solo l'estensione della definizione di PMI ma anche, in generale, le disposizioni proposte in tema di: (i) riforma della disciplina degli emittenti di strumenti finanziari diffusi (art. 4 del DDL), che forse potrebbe essere ancora più netta; (ii) flottante (art. 6 del DDL); (iii) abrogazione dell'obbligo di segnalazione delle operazioni

⁹ Commissione Europea, *Retail investment strategy*, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, 2023 (https://finance.ec.europa.eu/publications/retail-investment-strategy_en).

¹⁰ L'elenco era stato previsto dall'art. 34-quater del Regolamento Emittenti della CONSOB (poi abrogato).

effettuate dagli azionisti di controllo (art. 11 del DDL). Queste modifiche e abrogazioni sono accomunate dal fatto di essere finalizzate a eliminare procedure che non trovano un corrispettivo in altri ordinamenti europei e considerate non necessarie, a cui non corrisponde per forza di cose una maggiore tutela del risparmio.

Le modifiche alla disciplina di approvazione del prospetto e della responsabilità del collocatore (art. 10 del DDL) cercano di contrastare un'altra delle motivazioni che portano le società quotate a cambiare la sede legale, in quanto il prospetto azionario è, in sostanza, approvato dall'Autorità del Paese in cui ha sede la società. In teoria, gli approcci di supervisione delle Autorità di vigilanza dovrebbero essere completamente armonizzati dal Regolamento (UE) 2017/1129¹¹ ma, come evidenziato nel Rapporto OCSE, l'evidenza empirica, per le emissioni obbligazionarie, dove l'emittente può scegliere, in alcune circostanze, l'Autorità di approvazione del prospetto, mostra la maggiore attrattività di alcuni Paesi rispetto al nostro. Alcune recenti *peer review* dell'ESMA hanno confermato tali diversità.

Utile la proposta contenuta nell'art. 5 del DDL che pare estendere alle società aventi azioni negoziate su MTF la facoltà di redigere il bilancio consolidato e di esercizio, secondo i principi contabili internazionali. In realtà, però, l'anomalia italiana risiede piuttosto nell'obbligo per le società quotate su mercati regolamentati di redigere il bilancio di esercizio secondo tali principi (Figura 3),¹² opzione non esercitata nei principali mercati finanziari europei e che potrebbe non essere completamente estranea a spiegare alcuni trasferimenti di sede. Sarebbe pertanto opportuna, a mio avviso, una riflessione ulteriore anche su questo profilo.

¹¹ Regolamento (UE) 2017/1129, 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

¹² *Overview of the use of options provided in the IAS Regulation (1606/2002) in the EU*, 31 Dicembre 2022, (https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-03/311222-ias-regulation-use-of-options-overview_en.pdf).

Figura 3

Overview of the use of options provided in the IAS Regulation (1606/2002) in the EU

Type of company	Listed undertakings												Other undertakings											
	Annual financial statements						Consolidated financial statements						Annual financial statements											
	IFRS permitted			IFRS required			IFRS permitted			IFRS required			IFRS permitted			IFRS required								
	Bank	Insurance	Other	Bank	Insurance	Other	Bank	Insurance	Other	Bank	Insurance	Other	Bank	Insurance	Other	Bank	Insurance	Other	Non-financial					
Austria							Yes												Yes					
Belgium						Yes			Yes	Yes	Yes	Yes							Yes					
Bulgaria		Yes							Yes					Yes										
Cyprus						Yes				Yes									Yes					
Czech Republic						Yes			Yes					(1)										
Germany		(2)					Yes		Yes					(2)										
Denmark				(1)			Yes		Yes							Yes								
Estonia					Yes		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes				Yes	Yes	Yes	Yes						
Greece					Yes		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	(5)			Yes	Yes	Yes	Yes	(5)					
Spain							Yes			(3)														
Finland	Yes		Yes	Yes			Yes							(4)										
France							Yes																	
Croatia					Yes				Yes	Yes	Yes	Yes	(5)			Yes	Yes	Yes	(5)					
Hungary					Yes		Yes								Yes	Yes	Yes							
Ireland	Yes						Yes							Yes										
Italy			Yes	(6)	Yes	Yes	Yes		Yes		Yes	(9)	Yes		Yes	Yes			(9)					
Lithuania			Yes				Yes	Yes	Yes	Yes	Yes				Yes	Yes	Yes	Yes						
Luxembourg	Yes				Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes				Yes										
Latvia			Yes		Yes	Yes	(7)		Yes	Yes	Yes	Yes			Yes	Yes	Yes	Yes						
Malta					Yes				Yes	Yes	Yes	Yes	(8)		Yes	Yes	Yes	Yes	(8)					
Netherlands	Yes						Yes							Yes										
Poland	Yes						(10) or (11)	Yes						(10) or (11)										
Portugal		(1)	Yes		(6)		Yes	Yes							(1)	Yes								
Romania			Yes		Yes	Yes		Yes	Yes		Yes				Yes		Yes	(5)						
Sweden						Yes		Yes	(12)															
Slovenia		(6)	Yes	Yes		(1)		Yes	Yes	Yes				Yes	Yes	Yes	Yes							
Slovakia	Yes		Yes	(5)	Yes	(5)				Yes				Yes	Yes	Yes	(5)	Yes	(5)					
United Kingdom	Yes						Yes							Yes										

Footnotes
(1) If the consolidated financial statements are prepared in accordance with IFRS Standards
(2) Only in addition to financial statements prepared in accordance with National GAAPs
(3) Groups in which there is a listed undertaking
(4) If mandatory audit
(5) Public Interest entities
(6) If no IFRS consolidated financial statements are published
(7) Issuers listed on the Baltic Main List
(8) Large and regulated entities
(9) Entities listed on a non regulated market
(10) Subsidiaries of a group in which parent or higher level parent prepares consolidated financial statements under IFRS
(11) Entities having filed or intending to file for admission to public trading
(12) IFRS mandated by the Financial Supervisory Authority

Date: 31/12/2022

Fonte: Commissione Europea, Overview of the use of options provided in the IAS Regulation (1606/2002) in the EU.

Il DDL propone anche modifiche in materia di maggioranze e diritti di voto che dovrebbero essere attentamente valutate per contemperare esigenza di flessibilità delle imprese, tutela degli investitori, attuali e potenziali, e attrattiva del mercato. In particolare, la certezza delle regole è un fattore fondamentale, soprattutto per gli investitori esteri: deroghe sono avvenute in molti Paesi in casi emergenziali (si pensi alle misure successive allo scoppio della pandemia nel 2020) ma una loro eventuale proroga sembra giustificata solo in casi estremi.

Estrema prudenza dovrebbe quindi essere esercitata in materia di requisiti di maggioranze semplificate per gli aumenti di capitale (art. 8 del DDL), eventualmente valutando di limitarla alle sole PMI.

Il DDL propone anche l'adozione di soluzioni più flessibili per azioni che garantiscono voto plurimo (art. 13 del DDL) prima di un'eventuale quotazione. Il tema è anche all'attenzione del legislatore comunitario, con la proposta di Direttiva contenuta nel pacchetto del *Listing Act*, limitatamente alle società di prossima quotazione nei (soli) mercati *Growth*.¹³

¹³ Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio sulla struttura azionaria a voto multiplo delle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI, 8 dicembre 2022 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0761>). La proposta di Direttiva fa parte delle misure previste dal pacchetto *Listing Act*.

Il Rapporto OCSE già auspicava l'adozione di misure per stimolare un aumento del flottante, anche utilizzando strutture di diritto di voto più flessibili, per contemperare le esigenze degli azionisti stabili e l'efficacia delle decisioni strategiche di importanza fondamentale per il futuro andamento della società, senza compromettere le tutele degli azionisti di minoranza. Peraltro, una gran parte delle giurisdizioni con mercati finanziari sviluppati consente il ricorso ad azioni a voto plurimo e/o maggiorato, con il conseguente distacco dal principio un'azione un voto.¹⁴ Bisogna anche correttamente distinguere i due istituti del voto plurimo e del voto maggiorato per comprenderne portata, rischi, e l'utilizzo da parte delle imprese. Infatti, le azioni a voto plurimo rappresentano una categoria, diversa dalle azioni ordinarie, mentre quelle a voto maggiorato incorporano un diritto speciale garantito e legato all'azionista in quanto tale, che, in generale, si perde contestualmente al trasferimento delle azioni.

La stabilità degli assetti proprietari, soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2008, si è trasformata in molti casi da un punto di strutturale debolezza a un *asset* strategico. Allo stesso tempo, bisogna riconoscere, come sottolineato dall'OCSE, che adeguata trasparenza e solidi *framework* di corporate governance siano gli strumenti più idonei per rispondere a rischi, nonché a perplessità e preoccupazioni, che spesso accompagnano strutture di voto flessibili devianti dal principio di proporzionalità *one share one vote*.¹⁵

Alla luce di quanto sopra, si valuta positivamente l'aumento del fattore di moltiplicazione per le azioni a voto plurimo da tre a dieci voti per azione per le società quotande *ex art.* 13 del DDL. I recenti cambiamenti di giurisdizione di importanti società italiane e possibili ulteriori "migrazioni" potrebbero rendere utile un simile intervento, in relazione al voto maggiorato anche per le società già quotate, eventualmente con un *opt-in* statutario e adeguate tutele per gli investitori di minoranza.

È positivo anche l'art. 9 del DDL, volto a semplificare le procedure di ammissione alla quotazione, che potrebbe anche valutare l'integrale abrogazione dell'art. 66-*bis*, comma 2 del TUF,¹⁶ in linea con le raccomandazioni OCSE per promuovere nuove ammissioni alla quotazione sul mercato regolamentato.

¹⁴ OECD Corporate Governance Factbook 2021, Tavola 3.3, p. 97 (<https://www.oecd.org/corporate/OECD-Corporate-Governance-Factbook.pdf>) e tavola 3.3. della nuova edizione che sarà pubblicata a settembre del 2023.

¹⁵ OECD, *Lack of Proportionality Between Ownership and Control: Overview and Issues for Discussion*, OECD Steering Group on Corporate Governance, 2007, (<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/40038351.pdf>), p. 40, dove si sottolineava "A strong corporate governance framework is one of the best safeguards against an excessive extraction of private benefits by controlling shareholders." In particolare, il *paper* menzionava: "three aspects appear of vital importance: (1) liquid and well-informed capital markets that are able to price correctly the likely disadvantage of Proportionality-Limiting Measures (PLMs) to outside shareholders; (2) laws and regulations preventing extraction of private benefits from reaching socially unacceptable levels (including "ex-ante provisions" to protect minority shareholders [...]); and (3) proper implementation mechanisms, including prompt and affordable legal recourse for all shareholders."

¹⁶ Art. 66-*bis*, comma 2 del D. lgs. n. 58/1998 (TUF), Condizioni per la quotazione di determinate società: "La Consob determina con proprio regolamento: a) i criteri di trasparenza contabile e di adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema dei controlli interni che le società controllate, costituite e regolate dalla legge di Stati non appartenenti all'Unione europea, devono rispettare affinché le azioni della società controllante possano essere quotate in un mercato regolamentato italiano. Si applica la nozione di controllo di cui all'articolo

Un altro importante aspetto su cui l'OCSE desidera richiamare l'attenzione concerne la disposizione relativa allo svolgimento delle assemblee delle società per azioni quotate (art. 12 del DDL). La norma si prefigge di consentire che le assemblee possano svolgersi esclusivamente mediante delega al rappresentante designato, qualora lo statuto della società lo preveda con un meccanismo *opt-in*. Pone, inoltre, anche limitazioni alla presentazione di proposte di deliberazione e al diritto di porre domande in assemblea, favorendone la presentazione nel periodo antecedente all'assemblea, in tal modo migliorando la trasparenza nei confronti dei soggetti, sempre più frequenti, che partecipano solo con delega (azionisti esteri e/o investitori istituzionali).

È una prassi ormai consolidata delle imprese italiane, seppur non comune all'estero, di condurre assemblee con la partecipazione esclusiva del rappresentante designato, con la formazione del consenso prima che l'assemblea abbia sede.

I nuovi *Principi G20/OCSE* non raccomandano esplicitamente assemblee a porte chiuse mediante rappresentante designato in via esclusiva, ma includono il nuovo Principio II.C.3 sulle assemblee in forma virtuale o ibrida.¹⁷ La raccomandazione, sullo sfondo dell'art. 12 del DDL, è che, a prescindere dal metodo con cui le società decidano di svolgere le proprie assemblee, queste debbano essere condotte in modo da garantire la parità di accesso alle informazioni e l'opportunità di partecipare a tutti gli azionisti.

Il sistema italiano è particolarmente avanzato in materia di diritti dei soci nel porre domande sulle materie all'ordine del giorno assembleare, con risposte date dalla società prima o durante l'assemblea. Eventuali ulteriori interventi potrebbero quindi essere collegati, come per l'esercizio di altri diritti sociali, alla detenzione di determinati quantitativi di azioni.

Il Rapporto OCSE ha anche sottolineato l'importante apporto degli investitori istituzionali nel mercato dei capitali e come, in Italia, la dimensione degli investitori istituzionali, come i fondi pensione, sia esigua rispetto agli altri paesi avanzati. La scarsa partecipazione degli investitori istituzionali si spiega sia con una carente offerta di capitale di rischio da parte delle imprese sia con una carente domanda, quindi un mercato sottosviluppato di investitori istituzionali. Le misure introdotte agli articoli 14, 15 e 16 del DDL, rispettivamente l'inclusione degli enti previdenziali privati tra le controparti qualificate, la semplificazione del regime di vigilanza di Sicav e Sicaf eterogestite e il consenso ad attribuire deleghe di voto per più assemblee a un gestore di portafogli per far fronte a questa problematica sono misure da accogliere con favore, sebbene solo marginalmente possano considerarsi una soluzione al problema.

Una riflessione aggiuntiva nel DDL o in paralleli provvedimenti fiscali potrebbe essere condotta con riferimento ai fondi pensione per legare il tema del flusso di investimenti e

93; b) 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; c) i criteri di trasparenza e i limiti per l'ammissione alla quotazione sul mercato mobiliare italiano delle società finanziarie, il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni."

¹⁷ Principio II.C.3. "General shareholder meetings allowing for remote shareholder participation should be permitted by jurisdictions as a means to facilitate and reduce the costs to shareholders of participation and engagement. Such meetings should be conducted in a manner that ensures equal access to information and opportunities for participation of all shareholders."

investitori sul mercato con quello dell'educazione finanziaria, estendendo la deducibilità a soggetti diversi dal contraente, aumentando le fattispecie per l'anticipo delle somme maturate e incentivando in tal modo l'apertura di posizioni anche per i minorenni.¹⁸

Un'ultima considerazione, in parte mancante nell'attuale DDL, concerne il miglioramento delle condizioni per la partecipazione da parte degli investitori individuali qualificati. In particolar modo, si nota come la mancanza di partecipazione individuale al mercato dei capitali contribuisca, altresì, al problema della scarsa liquidità, escludendo una quota importante di investitori dalle opportunità offerte dalle società in rapida crescita. Questo problema può essere in parte affrontato, completando e armonizzando i relativi quadri normativi, ad esempio: (i) fornendo certezza normativa in merito alle responsabilità degli intermediari finanziari nella certificazione degli investitori individuali professionali su domanda; (ii) creando meccanismi di partecipazione adeguati, ad esempio chiarendo ai gestori professionali la possibilità di investire in strumenti e mercati aperti solo a investitori professionali, per conto dei loro clienti *retail* come già auspicato dal Libro Verde; e (iii) facilitando la conoscibilità dei nominativi degli investitori professionali che lo desiderino, a potenziali emittenti.¹⁹

Capo II – Disciplina delle Autorità Nazionali di Vigilanza

Per quanto riguarda il Capo II del DDL, si valutano favorevolmente le modifiche riguardanti la disciplina delle Autorità nazionali di vigilanza e del loro quadro istituzionale, in particolar modo della CONSOB, la quale detiene un ruolo fondamentale per facilitare l'accesso ai finanziamenti e aumentare l'appetibilità del mercato dei capitali italiano per le società.

Garantire l'indipendenza delle Autorità di vigilanza è una priorità chiave ma la vera indipendenza, nelle società, negli intermediari, come nelle Autorità, è data dalla competenza che è imprescindibile per svolgere attività di regolamentazione e supervisione.

L'OCSE supporta quindi le modifiche introdotte dall'art. 18 del DDL riguardanti la riduzione a un anno del periodo di incompatibilità, sottolineando le problematiche presentate dagli attuali regimi di *cooling-off* per i Commissari e i dirigenti della CONSOB, fissati a due anni e senza compenso durante questi periodi. Seppur inizialmente elaborate al fine di garantire l'indipendenza della CONSOB e dei suoi Commissari e dipendenti apicali, tali previsioni

¹⁸ Attualmente, ogni anno è possibile dedurre dal reddito dichiarato ai fini IRPEF fino a 5.164,57 Euro di contributi versati in previdenza integrativa, compresi quelli eventualmente versati dal datore di lavoro. Per rilanciare e incentivare l'adesione alla previdenza complementare si potrebbe creare un "meccanismo moltiplicatore familiare" della deducibilità dei contributi, ad esempio estendendo la deducibilità a soggetti diversi dal contraente (come i genitori, i nonni o i parenti che vogliono regalare al nipote una pensione complementare) con riferimento a ogni singolo percettore. Inoltre, sarebbe utile rivedere le fattispecie idonee a poter richiedere un "anticipo" delle somme maturate, includendo, in aggiunta alle spese sanitarie, all'acquisto o ristrutturazione della prima casa o alle già previste ulteriori esigenze, anche le spese per l'educazione dei figli o di quella personale (laurea o post laurea), considerato che è sempre più frequente il caso di figli che vanno a studiare o si specializzano in università costose, obbligando le famiglie ad indebitarsi per sostenere costi importanti o, in altri casi, a dover rinunciare per la mancanza di risorse.

¹⁹ In particolare, potrebbe essere ampliato e reso effettivo l'art. 34-ter, comma 4, lett.b, secondo capoverso del Regolamento Emittenti della Consob: "*Le imprese di investimento e le banche comunicano la propria classificazione, su richiesta, all'emittente, fatta salva la legislazione in vigore sulla protezione dei dati.*"

hanno creato una complessità ingiustificata che ha ostacolato lo scambio virtuoso di competenze tra il settore pubblico e privato limitando le possibilità di accesso al mercato da parte dei dipendenti della CONSOB e viceversa. In particolare, la disciplina del *cooling-off*, che scoraggia o impedisce la provenienza dal mercato finanziario, sembra porsi in antitesi con quella voluta dal legislatore della legge 216/1974 che richiede che Presidente e Commissari CONSOB siano scelti non tra generici esperti ma proprio tra persone “*di specifica e comprovata competenza ed esperienza.*”²⁰

Positiva è anche la riduzione del *cooling-in* a un anno così come la precisazione che non si applichi nei casi di carica o attività occasionale o non esecutiva o di controllo, mentre non appare chiara nella relazione al DDL la *ratio* della sua estensione ai componenti dell’organo collegiale di vertice di un’Autorità amministrativa indipendente, non ricompresi nell’attuale formulazione.

Il Rapporto OCSE auspicava un intervento anche per ottenere un miglioramento della tutela del personale CONSOB da eccessive responsabilità giuridiche, non riscontrabili in altri ordinamenti europei. L’adozione di standard integrati e internazionali anche alla base della vigilanza è fondamentale per far sì che sanzioni e profili di responsabilità delle Autorità di vigilanza siano allineati (a livello europeo). Si noti che il ruolo delle Autorità di vigilanza e supervisione, la loro indipendenza, competenza, e adeguate risorse per lo svolgimento del loro ruolo sono temi trattati nei *Principi* (Principio I.E).²¹

L’art. 17 del DDL recante modifiche alla disciplina di cui all’art. 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, in tema responsabilità delle Autorità di vigilanza, se da un lato recepisce queste raccomandazioni e linee guida, dall’altro manca della necessaria chiarezza per raggiungere lo scopo prefissato. Alcuni interventi durante l’esame del DDL hanno segnalato dubbi sulla chiarezza della disposizione con il rischio del risultato opposto – aggravando quindi l’ambito di responsabilità delle Autorità. Si richiama quindi l’attenzione del legislatore allo spirito della raccomandazione dell’OCSE e ci si augura che, se necessario, la norma possa essere chiarita nel corso dell’*iter* parlamentare.

In conclusione, la necessità di armonizzare a livello europeo il modo in cui le Autorità di regolamentazione e vigilanza operano rimane un punto critico. Differenze non giustificate spiegano infatti la predilezione delle imprese per un Paese rispetto ad un altro e dovrebbero esser man mano appianate. Occorre che l’incertezza sull’interpretazione utilizzata

²⁰ Si pensi anche che fin dalla sua costituzione, secondo l’art. 2 della l. 216/1974, la CONSOB poteva avvalersi di 20 persone assunte con contratto a tempo determinato, diverse da quelle provenienti da pubbliche amministrazioni, proprio per garantire un adeguato accesso di professionalità dal mercato. Tale numero è sostanzialmente rimasto uguale anche se il personale della CONSOB è quasi decuplicato rispetto al primo nucleo originario.

²¹ Principio I.E. “*Supervisory, regulatory and enforcement authorities should have the authority, autonomy, integrity, resources and capacity to fulfil their duties in a professional and objective manner. Moreover, their rulings should be timely, transparent and fully explained.*” Le annotazioni al Principio I.E si riferiscono anche ai regimi di *cooling-off*, sottolineando come questi regimi debbano prendere in dovuta considerazione la possibilità di attrarre staff di livello e competenza: “*Some jurisdictions have sought to reduce potential conflicts of interest by introducing policies to restrict post-employment movement to industry through mandatory time gaps or cooling-off periods. Such restrictions should take into consideration the regulators’ ability to attract senior staff with relevant experience.*”

nell'imposizione di sanzioni o le tempistiche di istruttoria largamente differenti tra le Autorità di diversi Paesi si traducano in uno spiazzamento competitivo del nostro sistema di *enforcement*.

Capo III – Misure di Promozione dell’Inclusione Finanziaria

Infine, con riferimento al Capo III, l’OCSE accoglie con favore le misure in materia di inclusione finanziaria.

L’art 21 del DDL fa riferimento all’educazione finanziaria, in particolare riguardo i temi della finanza personale, del risparmio e dell’investimento, nell’insegnamento trasversale dell’educazione civica, stabilendo che essa rientri esplicitamente nelle conoscenze e negli obiettivi specifici di apprendimento. Queste disposizioni sono in linea con la Raccomandazione dell’OCSE sull’alfabetizzazione finanziaria del 2020 (adottata anche dall’Italia), che invita i governi ad adottare misure per lo sviluppo dell’alfabetizzazione finanziaria dalla più giovane età.²² Le disposizioni dell’art. 21 sono anche in linea con le pratiche internazionali e con i lavori che l’OCSE promuove in materia di educazione finanziaria attraverso il Network Internazionale sull’Educazione Finanziaria (INFE).

Lo studio OCSE PISA ha mostrato come le competenze finanziarie dei giovani in Italia siano limitate, come tali competenze siano fortemente legate al *background* socio-economico degli studenti e delle loro famiglie, e come molti studenti comincino a usare prodotti e servizi finanziari fin da giovani.²³ L’inserimento dell’educazione finanziaria nell’insegnamento scolastico è un passo estremamente positivo per fornire alle giovani generazioni che stanno per entrare nella vita adulta gli strumenti per prendere decisioni finanziarie consapevoli e responsabili, per auto-tutelarsi da tentativi di frode e per partecipare attivamente alla vita economica e sociale del Paese. Si tratta di un elemento fondamentale per diffondere una maggiore cultura finanziaria nella popolazione italiana, al fine di permettere agli individui di meglio gestire le proprie finanze personali e di prendere sagge decisioni di risparmio e investimento, con il fine ultimo non solo di aumentare il benessere finanziario personale ma anche di migliorare la competitività dei mercati di capitali.

La proposta di inserire l’educazione finanziaria nell’insegnamento trasversale dell’educazione civica, stabilendo che essa rientri esplicitamente nelle conoscenze e negli obiettivi specifici di apprendimento, è in linea con quanto avviene in altri paesi OCSE, dove elementi di alfabetizzazione finanziaria sono spesso inseriti in materie scolastiche obbligatorie, tra cui anche l’educazione civica.²⁴ Va tuttavia menzionato che, come per molte altre politiche pubbliche, il successo delle disposizioni di cui all’art. 21 del DDL dipenderanno dalla effettiva

²² OECD, *Recommendation of the Council on Financial Literacy*, 2020, (<https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0461>).

²³ OECD, PISA 2018 Results (Volume IV), *Are Students Smart about Money?*, Maggio 2020, (<https://www.oecd.org/pisa/publications/pisa-2018-results-volume-iv-48ebd1ba-en.htm>).

²⁴ OECD, *Policy Handbook on Financial Education for Young People in the Commonwealth of Independent States (CIS)*, 2019, (<https://www.oecd.org/financial/education/Youth-Policy-Handbook-on-Financial-Education-CIS-EN.pdf>).

messa in pratica di misure concrete che rendano l'insegnamento dell'educazione finanziaria efficace e che permettano di raggiungere il maggior numero di studenti. Tali misure includono soprattutto un'adeguata formazione degli insegnanti su temi di finanza personale e lo sviluppo di materiali pedagogici chiari, aggiornati e coinvolgenti: un ruolo rilevante di ausilio al personale docente potrebbe, in tal senso, essere svolto dai dipendenti delle Autorità di vigilanza.

Considerazioni finali

Concludendo, la valutazione del DDL è complessivamente positiva. Il DDL si pone in linea di continuità con il Rapporto OCSE e il Libro Verde MEF. Mi sono soffermato solo su alcuni punti salienti del DDL, ma è importante tenere presente che i diversi elementi del mercato dei capitali italiano non vengano affrontati in modo isolato, ma nel loro insieme, coinvolgendo i diversi attori del mercato in questo percorso di riforme strutturali.

Certamente, però, lo sviluppo di un mercato dei capitali non si costruisce solo con le riforme regolamentari: i capitali cercano opportunità di crescita e si muovono globalmente.

All'Europa e ancor di più all'Italia manca la crescita. Dal 2008, l'economia italiana non è cresciuta e quella europea è cresciuta di circa l'1% all'anno mentre l'economia USA è cresciuta di circa il doppio. Se si guardano le venti più grandi società tecnologiche, solo due sono quotate in Europa, 15 in USA e tre in Asia.

La crescita è la vera benzina dei mercati finanziari. La finanza però non è fine a sé stessa. Del resto, in diversi cambiamenti importanti nel corso della storia, come la realizzazione ed espansione delle reti ferroviarie e delle comunicazioni, i mercati dei capitali hanno rivestito un ruolo importante. Il dinamismo e la competitività dei mercati potranno quindi fare la differenza nella transizione verde e digitale, che avranno bisogno anche di investimenti privati. Per questo motivo, l'OCSE continua a sottolineare l'importanza di promuovere il loro sviluppo, anche mediante misure che riducano i disincentivi a emettere capitale rispetto al debito da parte delle imprese. È auspicabile, quindi, poter fare leva su mercati dinamici anche per lo sviluppo di nuove tecnologie e per finanziare la decarbonizzazione. Per far questo è fondamentale che vi siano un apparato regolamentare e istituzionale al passo con i tempi, in grado di rispondere alle sfide odierne che ci richiedono di far fronte alla transizione verde e digitale in un contesto internazionale.

La seconda cosa importante è che i mercati sono sempre più globali: per lo sviluppo di un Paese, rileva sempre meno dove una società si finanzia, quanto piuttosto se reimpieghi i capitali raccolti per creare occupazione e crescita nel proprio Paese di origine. Questo è ancora più rilevante con la presenza di sistemi di borse federali, all'interno della *Capital Markets Union*. Certamente, soprattutto per le PMI, la prossimità resterà centrale, in particolare per le fonti di finanziamento. È importante quindi che l'Italia, sulla scia delle raccomandazioni del Rapporto OCSE e della riflessione che si è instaurata in seguito, riesca a delineare una strategia per il futuro e la competitività dei suoi mercati dei capitali, anche per attrarre imprese e investitori di altri Paesi, tenendo conto delle regole e degli standard internazionali. Un utile riferimento sono i documenti OCSE quali i *Principi di Corporate Governance del G20/OCSE*, la *Raccomandazione dell'OCSE sull'alfabetizzazione finanziaria del 2020*, le *Linee Guida OCSE*

*per le Imprese Multinazionali*²⁵ e i *Principi OCSE/G20 sulla tutela dei consumatori di prodotti finanziari*.²⁶

Questo rileva non solo per quanto riguarda il quadro legislativo e regolamentare, ma anche e soprattutto per affrontare, in modo strutturale e senza approcci ideologici, temi quali la vigilanza, i ruoli delle Autorità, le loro diverse competenze, i costi, diretti e indiretti, le procedure di nomina (valutando anche il principio della *taxation with representation*), l'architettura istituzionale nonché la stessa ubicazione geografica delle Autorità, seppur in un mondo sempre più digitale.

In questo quadro resta decisiva la tutela dei risparmiatori, vista non come una paternalistica messa in guardia rispetto alla partecipazione ai mercati finanziari per evitare rischi ma nella sempre attuale ottica dell'art. 47 della Costituzione: il risparmio, dice la Carta Costituzionale, prima che tutelato deve essere incoraggiato. È una questione di democrazia e inclusione finanziaria.

Non c'è alcun mercato dei capitali, e più in generale finanziario, senza un'adeguata e proporzionale tutela degli investitori che consenta loro di avere fiducia e di investire consapevolmente, direttamente e indirettamente, in strumenti finanziari adeguatamente compresi e differenziati.

Non c'è, però, tutela degli investitori senza gli strumenti finanziari in cui investire, senza quindi un mercato dei capitali efficiente e funzionante che consenta alle imprese di raccogliere capitale proprio e di debito, complementare a quello bancario, per svilupparsi, e mantenere o creare occupazione e crescita economica. Pertanto, queste due finalità vanno coordinate e tenute sempre entrambe a mente nel delineare progetti di riforma che mirino a stimolare la crescita delle imprese e dell'economia.

Auspico che questo provvedimento possa essere adottato celermente e che l'*iter* legislativo-parlamentare possa migliorare il risultato finale. Inoltre, ove il dibattito identifichi nuove aree di miglioramento su cui intervenire, l'OCSE resta a disposizione per ogni forma di collaborazione, per proseguire in questo processo di riforma sistematico, a più ampio beneficio della competitività del mercato dei capitali italiano.

²⁵ OECD, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct*, 2023, (<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/81f92357-en.pdf?expires=1689189552&id=id&accname=ocid84004878&checksum=C3E455D1564DD777DD02610999E2C397>).

²⁶ OECD, *G20/OECD High-Level Principles on Financial Consumer Protection*, 2022, (https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/G20_OECD%20FCP%20Principles.pdf).