



DISEGNO DI LEGGE

presentato dal Ministro dell'economia e delle finanze (GIORGETTI)

COMUNICATO ALLA PRESIDENZA IL 21 APRILE 2023

Interventi a sostegno della competitività dei capitali

*Disegno di legge collegato alla manovra di finanza pubblica,
ai sensi dell'articolo 126-bis del Regolamento*

L'analisi tecnico-normativa (ATN) e l'analisi di impatto della regolamentazione (AIR), relative al disegno di legge recante interventi a sostegno della competitività dei capitali, sono state trasmesse dalla Presidenza del Consiglio dei ministri in data 2 maggio 2023.

ANALISI TECNICO-NORMATIVA

Provvedimento: Disegno di Legge recante interventi a sostegno della competitività dei capitali.

Referente: Ministero dell'Economia e delle finanze

PARTE I. ASPETTI TECNICO-NORMATIVI DI DIRITTO INTERNO**1) *Obiettivi e necessità dell'intervento normativo. Coerenza con il programma di governo.***

Il presente disegno di legge contiene un insieme di misure regolamentari finalizzate all'implementazione degli obiettivi annunciati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze con la pubblicazione del c.d. "Libro Verde". Nello specifico, il presente provvedimento normativo è funzionale all'implementazione di talune misure volte a favorire lo sviluppo del mercato italiano, sulla scorta dell'evoluzione tecnologica e del confronto con gli altri Stati Europei.

Le finalità generali perseguite con il presente disegno di legge – e dettagliatamente discusse nel menzionato Libro Verde – sono riconducibili alla necessità di un "cambio di passo" strutturale nel rapporto tra imprese e mercato dei capitali; da un lato rimuovendo vincoli, normativi e operativi, all'accesso al mercato da parte delle imprese, dall'altro introducendo misure che stimolino, sia sul lato della domanda sia su quello dell'offerta, la canalizzazione degli investimenti verso le imprese, attraverso i mercati.

Più nello specifico, il disegno di legge in esame si ripropone di agire sia sul "fronte interno", intervenendo con misure (i) in materia di accesso ai mercati (soprattutto da parte delle PMI e, in generale, di quelle società che provengono da mercati di crescita) e permanenza sugli stessi (semplificando gli obblighi a carico delle società - ivi inclusi quelli relativi al prospetto - e incentivando le attività sul mercato secondario) e (ii) di incentivazione alla canalizzazione dei risparmi privati verso le imprese (grazie alla semplificazione di talune previsioni in materia di intermediari), sia sul "fronte esterno" rendendo maggiormente fruibili le informazioni rese dalle società anche ad investitori esteri e incentivando il rimpatrio delle società italiane quotate su mercati esteri.

Le finalità perseguite coincidono con gli obiettivi prioritari del progetto sulla Capital Market Union (CMU), ed in particolare mirano a: (i) supportare l'accesso delle società al mercato dei capitali, (ii) rendere le società maggiormente attrattive per gli investitori internazionali; (iii) favorire l'accesso delle PMI a forme alternative di finanziamento (rispetto al canale bancario); (iv) incoraggiare un commitment di lungo termine da parte degli investitori istituzionali. Altresì, le misure proposte, si inquadrano nell'ambito degli approfondimenti OCSE sui mercati italiani e, più nello specifico, si

pongono in continuità con le risultanze del Rapporto dell'OCSE "Italy 2020 – Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers" (redatto su impulso del Ministero dell'Economia e delle Finanze).

Sul piano nazionale, le finalità perseguite dal "Libro Verde", in parte tradotte nel presente articolato, sono state condivise con il mercato attraverso una consultazione pubblica, conclusasi nel marzo 2022. Numerosi sono stati i contributi (molti dei quali, con suggerimenti in termini di modifiche normative) e significativo il riscontro positivo da parte dei partecipanti.

L'intervento legislativo di modifica dell'ordinamento nazionale (che incide, a titolo esemplificativo e non esaustivo, sulle previsioni contenute nel Testo Unico della Finanza e nel codice civile) si rende, pertanto, necessario per attuare gli obiettivi annunciati dal "Libro Verde" e ritenuti quanto mai opportuni dagli operatori del mercato, nell'ottica di favorire una maggiore competitività dei mercati italiani nel panorama europeo in linea con l'obiettivo della realizzazione della Capital Market Union.

Gli obiettivi perseguiti sono coerenti con il programma di Governo, la cui azione è tesa a favorire ed incrementare lo sviluppo del mercato dei capitali (in termini sia di società quotande che di società "rimpatriate") e di canalizzazione degli investimenti (da parte sia di investitori *retail* che istituzionali, italiani ed esteri) a favore delle imprese.

2) Analisi del quadro normativo nazionale.

Il disegno di legge interviene sulla normativa primaria dettata dal Legislatore in molteplici ambiti, tutti interessati dalle riforme citate nel "Libro Verde". Di seguito vengono illustrate, più dettagliatamente, le disposizioni sulle quali si è deciso di intervenire.

Nell'ordinamento interno, la disciplina in materia di collocatori, emittenti, accesso ai mercati e permanenza sugli stessi è contenuta, in normativa primaria, nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, (nel prosieguo "Testo Unico della Finanza o "TUF") e, più nello specifico:

- (i) all'articolo 94, con riferimento al collocatore e alla sua responsabilità;
- (ii) all'articolo 30, con riferimento alla disciplina dell'offerta fuori sede di strumenti finanziari;
- (iii) all'articolo 1, comma 1, lettera w-*quater*. 1) con riferimento alla definizione di PMI;
- (iv) agli articoli 83-*sexies*, 102, 114-*bis*, 116, 118, 148-*bis*, 165-*ter*, 165-*quater*, 165-*quinquies*, 165-*sexies*, 191-*ter* e 193 con riferimento alla disciplina degli emittenti di strumenti finanziari diffusi;
- (v) all'articolo 112, con riferimento a talune facoltà della Consob in materia di flottante;

- (vi) agli articoli 66-*bis* e 66-*ter*, con riferimento alla disciplina in tema di accesso ai mercati;
- (vii) all'articolo 94, con riferimento alla disciplina in tema di prospetto;
- (viii) all'articolo 114, con riferimento alla disciplina in tema di operazioni effettuate dagli azionisti di controllo;
- (ix) all'articolo 135-*undecies*, con riferimento alla disciplina in materia di partecipazione all'assemblea (introdotta dalla novella legislativa con il nuovo articolo 135-*undecies.1*);
- (x) all'articolo 6, comma 2-*quater*, lettera d), n. 1), con riferimento alla definizione di controparte qualificata;
- (xi) agli articoli 1, comma 1, 35-*bis*, 35-*quinqües*, 35-*decies*, 38 e 57, con riferimento alla disciplina in materia di vigilanza sulle SICAV e SICAF eterogestite;
- (xii) all'articolo 24, comma 1, lettera c), con riferimento alla disciplina in tema di esercizio di diritti di voto in assemblea;
- (xiii) all'articolo 7-*octies* in tema di poteri di contrasto della Consob per l'attività pubblicitaria svolta da soggetti non autorizzati; b

Altresì, parte della disciplina in tema di emittenti strumenti finanziari diffusi, di emissione di obbligazioni e titoli di debito nonché di *quorum* per talune deliberazioni dell'assemblea di società, è contenuta nel codice civile e, più nello specifico, negli articoli:

- (i) 2357-*ter*, 2341-*ter*, 2391-*bis*, nonché l'articolo 111-*bis* del R.D. 30 marzo 1942, n. 318, (Disposizioni di attuazione del codice civile), con riferimento alla disciplina in tema di emittenti strumenti finanziari diffusi;
- (ii) 2412 e 2483, con riferimento alla disciplina in tema di emissione di obbligazioni emesse da società per azioni e titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata;

Le discipline in materia di principi contabili internazionali e di *cooling off* e *cooling in* dei componenti e dei dirigenti della Consob, sono rispettivamente contenute nel decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38 (con riferimento alla prima), e nella legge 28 dicembre 2005, n. 262, nel decreto legislativo 8 aprile 2013, n. 39 e nella legge 28 dicembre 2015, n. 208 (con riferimento alla seconda).

Le misure in materia di inclusione finanziaria intervengono sul decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 febbraio 2017, n. 15, e sulla legge alla legge 20 agosto 2019, n. 92, mentre quelle inerenti la disciplina del patrimonio destinato sono contenute nel decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 luglio 2020, n. 77.

3) Incidenza delle norme proposte sulle leggi e i regolamenti vigenti.

Il disegno di legge in questione menziona in maniera specifica e dettagliata gli interventi al livello di normativa primaria, e, segnatamente, gli interventi sugli articoli delle fonti indicate al paragrafo 2) (*Analisi del quadro normativo nazionale*).

Tali interventi si sostanziano in aggiunte, modifiche ed abrogazioni della normativa primaria attualmente vigente, allo scopo di rivedere la disciplina in alcuni dei molteplici ambiti interessati dal “Libro Verde” onde realizzarne gli obiettivi.

Pertanto, nessun impatto sulla normativa primaria è previsto per effetto dell’entrata in vigore del presente provvedimento legislativo al di fuori di quanto ivi stabilito.

Ulteriori interventi saranno, invece, possibili al livello di normativa secondaria ad opera delle Autorità di vigilanza e dei mercati, al fine di adeguare e coordinare le norme regolamentari alla novella legislativa.

4) Analisi della compatibilità dell’intervento con i principi costituzionali.

Non si rilevano profili di incompatibilità con i principi costituzionali.

5) Analisi delle compatibilità dell’intervento con le competenze e le funzioni delle regioni ordinarie e a statuto speciale nonché degli enti locali.

Non si rilevano profili di incompatibilità con le competenze e le funzioni delle regioni ordinarie e a statuto speciale nonché degli enti locali in quanto, ai sensi dell’articolo 117, secondo comma, lettera e), della Costituzione, lo Stato ha legislazione esclusiva in materia di tutela del risparmio, mercati finanziari e tutela della concorrenza.

6) Verifica della compatibilità con i principi di sussidiarietà, differenziazione ed adeguatezza sanciti dall’articolo 118, primo comma, della Costituzione.

Non si rilevano profili di incompatibilità con i principi di sussidiarietà, differenziazione ed adeguatezza sanciti dall’articolo 118, primo comma, della Costituzione.

7) Verifica dell’assenza di rilegificazioni e della piena utilizzazione delle possibilità di delegificazione e degli strumenti di semplificazione normativa.

Non sono previste rilegificazioni di norme delegificate.

8) Verifica dell'esistenza di progetti di legge vertenti su materia analoga all'esame del Parlamento e relativo stato dell'iter.

Non sussistono progetti di legge vertenti su materia analoga all'esame del Parlamento.

9) Indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi di costituzionalità sul medesimo o analogo oggetto.

Non risultano indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza e non sono pendenti giudizi di costituzionalità sul medesimo o analogo oggetto.

PARTE II. CONTESTO NORMATIVO COMUNITARIO E INTERNAZIONALE

10) Analisi della compatibilità dell'intervento con l'ordinamento comunitario.

L'intervento normativo in esame non si pone in contrasto con l'ordinamento comunitario, anzi è volto a realizzare adeguatamente gli obiettivi previsti dalla normativa europea, nel quadro dei rispettivi ordinamenti nazionali.

11) Verifica dell'esistenza di procedure di infrazione da parte della Commissione Europea sul medesimo o analogo oggetto.

Non sono aperte procedure di infrazione a carico della Repubblica Italiana.

12) Analisi della compatibilità dell'intervento con gli obblighi internazionali.

L'intervento normativo in esame non presenta profili di incompatibilità con gli obblighi internazionali.

13) Indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte di Giustizia delle Comunità Europee sul medesimo o analogo oggetto.

Non risultano indicazioni sulle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte di Giustizia delle Comunità Europee sul medesimo o analogo oggetto.

14) Indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte Europea dei Diritti dell'uomo sul medesimo o analogo oggetto.

Non risultano pendenti giudizi dinanzi alla Corte europea dei diritti dell'uomo sul medesimo o analogo oggetto.

15) Eventuali indicazioni sulle linee prevalenti della regolamentazione sul medesimo oggetto da parte di altri Stati membri dell'Unione Europea.

Non risultano indicazioni sulle linee prevalenti della regolamentazione sul medesimo oggetto da parte di altri Stati membri dell'Unione Europea.

PARTE III. ELEMENTI DI QUALITA' SISTEMATICA E REDAZIONALE DEL TESTO

1) Individuazione delle nuove definizioni normative introdotte dal testo, della loro necessità, della coerenza con quelle già in uso.

Con il presente provvedimento legislativo vengono introdotte nuove definizioni normative, in particolare:

- (i) all'articolo 1, comma 1, lettera i) e *i-bis* del TUF la definizione, rispettivamente, di Sicav e Sicaf viene modificata e limitata unicamente a quelle autogestiste;
- (ii) all'articolo 1, comma 1, lettera i) del TUF viene aggiunto il punto i.1, viene introdotta la definizione di "*Sicav in gestione esterna*";
- (iii) all'articolo 1, comma 1, lettera *i-bis*) del TUF viene aggiunto il punto *i-bis*.1, viene introdotta la definizione di "*Sicaf in gestione esterna*";
- (iv) all'articolo 1, comma 1, lettera *w-quater*. 1) del TUF la definizione di "*PMI emittente azioni quotate*" è estesa, includendo tutti gli emittenti con capitalizzazione di mercato inferiore al 1 miliardo di euro.
- (v) all'articolo 6, comma *2-quater*, lettera d), n. 1) del TUF la definizione di "*controparte qualificata*" viene estesa agli enti previdenziali privati e privatizzati.
- (vi) all'articolo 30, comma 2 del TUF la definizione in negativo dell'"*offerta fuori sede*" viene estesa;
- (vii) all'articolo 38 del TUF la definizione di "*Sicav e Sicaf che designano un gestore esterno*" è sostituita.

2) Verifica della correttezza dei riferimenti normativi contenuti nel progetto, con particolare riguardo alle successive modificazioni ed integrazioni subite dai medesimi.

I riferimenti normativi contenuti nel provvedimento in esame sono corretti.

3) Ricorso alla tecnica della novella legislativa per introdurre modificazioni ed integrazioni a disposizioni vigenti.

Viene fatto ricorso alla tecnica della novella legislativa per introdurre modificazioni ed integrazioni alle disposizioni vigenti, secondo quanto previsto dal presente provvedimento normativo.

4) Individuazione di effetti abrogativi impliciti di disposizioni dell'atto normativo e loro traduzione in norme abrogative espresse nel testo normativo.

Il presente decreto legislativo contiene le seguenti disposizioni abrogative espresse:

- (i) l'articolo 1, comma 1 che abroga l'articolo 94, comma 7 del TUF;
- (ii) l'articolo 5, comma 1, lettera c), n. 2) che abroga l'articolo 114-*bis*, comma 2 del TUF;
- (iii) l'articolo 5, comma 1, lettera d) che abroga l'articolo 116 del TUF;
- (iv) l'articolo 5, comma 1, lettera e) che abroga l'articolo 118, comma 2 del TUF;
- (v) l'articolo 10, comma 1, lettera b), n. 1) che abroga l'articolo 66-*ter*, commi 4 e 5 del TUF;
- (vi) l'articolo 12, comma 1 che abroga l'articolo 114, comma 7 del TUF.

5) Individuazione di disposizioni dell'atto normativo aventi effetto retroattivo o di reviviscenza di norme precedentemente abrogate o di interpretazione autentica o derogatorie rispetto alla normativa vigente.

Il provvedimento normativo in esame non contiene disposizioni aventi effetto retroattivo o di reviviscenza di norme precedentemente abrogate o di interpretazione autentica o derogatorie rispetto alla normativa vigente.

6) Verifica della presenza di deleghe aperte sul medesimo oggetto, anche a carattere integrativo o correttivo.

Non sono presenti deleghe aperte sul medesimo oggetto.

7) Indicazione degli eventuali atti successivi attuativi; verifica della congruenza dei termini previsti per la loro adozione.

Il nuovo articolo 29-*bis* della legge 28 dicembre 2005, n. 262, così come novellato dall'articolo 20, comma 1 del presente disegno di legge prevede l'adozione di un decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, da adottare entro centottanta giorni dall'entrata in vigore dell'articolo medesimo al fine dell'attuazione dello stesso.

I tempi previsti per l'adozione del suddetto decreto del Presidente del Consiglio dei ministri sono congrui.

8) *Verifica della piena utilizzazione e dell'aggiornamento di dati e di riferimenti statistici attinenti alla materia oggetto del provvedimento, ovvero indicazione della necessità di commissionare all'Istituto nazionale di statistica apposite elaborazioni statistiche con correlata indicazione nella relazione economico-finanziaria della sostenibilità dei relativi costi.*

Sono stati utilizzati dati informativi raccolti ed elaborati sia da organizzazioni internazionali (tra le quali, l'*Organization for Economic Cooperation and Development*) sia dalle Autorità di vigilanza italiane. Non è necessario commissionare ulteriori elaborazioni statistiche.

ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE (AIR)

Provvedimento: Disegno di Legge recante interventi a sostegno della competitività dei capitali.

Amministrazione competente: Ministero dell'economia e delle finanze

Ufficio competente: Dipartimento del Tesoro – Direzione V – Uffici III e IV

SINTESI DELL'AIR E PRINCIPALI CONCLUSIONI

Il presente disegno di legge contiene un insieme di misure regolamentari finalizzate all'attuazione degli obiettivi annunciati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze con la pubblicazione del Libro Verde su *"La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita"*.

In linea generale, il presente provvedimento normativo è funzionale alla realizzazione di talune misure volte a favorire lo sviluppo del mercato dei capitali italiano, sulla scorta dell'evoluzione tecnologica e del confronto con gli altri Stati Europei.

Le finalità generali perseguite con il presente disegno di legge – e dettagliatamente discusse nel menzionato Libro Verde – sono riconducibili alla necessità di 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 e, dall'altro, introducendo misure che stimolino, sia sul lato della domanda sia su quello dell'offerta, la canalizzazione degli investimenti verso le imprese attraverso i mercati.

Segnatamente, il disegno di legge in esame si ripropone di agire sia sul "fronte interno" che sul "fronte esterno". Sotto il primo profilo, sono previste (i) misure in materia di accesso ai mercati (soprattutto da parte delle PMI e, in generale, di quelle società che provengono da mercati di crescita) e di permanenza sugli stessi (semplificando gli obblighi a carico delle società - ivi inclusi quelli relativi al prospetto - e incentivando le attività sul mercato secondario); nonché, (ii) misure di incentivazione alla canalizzazione dei risparmi privati verso le imprese (grazie alla semplificazione di talune previsioni in materia di intermediari). Sul "fronte esterno", invece, sono previsti interventi volti a rendere maggiormente fruibili le informazioni rese dalle società anche ad investitori esteri e a incentivare il rimpatrio delle società italiane quotate su mercati esteri.

Più nello specifico, il presente disegno di legge è il risultato di una più ampia iniziativa che ha preso le mosse dal report *"OECD Capital Market Review of Italy for 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers (OECD Capital Market Series)"*, commissionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e pubblicato dall'OCSE alla fine di gennaio del 2020.

Successivamente, sempre su impulso del MEF è stata avviata, in raccordo con le Autorità di settore (Consob e Banca d'Italia), le Associazioni di categoria ed i principali operatori di mercato, un'analisi sistematica degli studi e delle criticità emerse dal citato report al fine di individuare aree della regolamentazione e delle prassi di vigilanza che apparissero particolarmente problematiche per la competitività dei mercati di capitali italiani.

Tale analisi ha prodotto quale risultato intermedio – e prodromico alla successiva realizzazione del presente disegno di legge - un documento, il menzionato Libro Verde, che è stato oggetto di una

consultazione pubblica lanciata nei primi mesi del 2022 ed ampiamente partecipata dagli operatori di mercato, dalle Associazioni, nonché dagli esponenti del mondo accademico.

Nel Libro Verde si sono ravvisate diverse aree di possibile semplificazione e razionalizzazione, nonché l'individuazione di potenziali interventi tesi a migliorare il quadro normativo e regolamentare al fine di rendere più efficiente non solo l'accesso ma anche la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, senza con questo ridurre i presidi a tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati stessi.

L'intervento legislativo di modifica dell'ordinamento nazionale si rende, pertanto, necessario per attuare gli obiettivi annunciati nel Libro Verde e ritenuti quanto mai opportuni per favorire una maggiore competitività dei mercati italiani nel panorama europeo, in linea con l'obiettivo sovranazionale della realizzazione della *Capital Market Union*.

Gli obiettivi perseguiti con il presente provvedimento normativo sono coerenti con il programma di Governo, la cui azione è tesa a favorire ed incrementare lo sviluppo del mercato dei capitali (in termini sia di società quotate che di società "rimpatriate") e a canalizzare maggiormente gli investimenti privati (sia di investitori *retail* che istituzionali, italiani ed esteri) a favore delle imprese italiane.

1. CONTESTO E PROBLEMI DA AFFRONTARE

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

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

In particolare, nella complessa situazione economica che il sistema italiano è stato chiamato ad affrontare, e sta affrontando tutt'ora, in conseguenza della pandemia, il mercato di capitali svolge un ruolo principale per accompagnare e sostenere un percorso di ripresa. Inoltre, la *Brexit*, il PNRR e la recente integrazione di Borsa Italiana nel gruppo paneuropeo Euronext rendono ancora più impellente la necessità di avere mercati dei capitali attraenti ed efficienti.

Lo sviluppo del mercato dei capitali rappresenta infatti un tassello fondamentale per la realizzazione degli investimenti in digitalizzazione, innovazione e sostenibilità necessari per realizzare gli obiettivi strategici posti alla base del PNRR, e nel tradurne gli effetti in uno strutturale incremento del tasso di potenziale crescita dell'economia e dell'occupazione.

Come premesso, su impulso del MEF è stata avviata, in raccordo con le Autorità di settore (Consob e Banca d'Italia), le Associazioni di categoria e gli operatori di mercato, un'analisi sistematica volta ad individuare aree della regolamentazione e delle prassi di vigilanza che appaiono particolarmente critiche ai fini della competitività dei mercati nazionali, i cui risultati sono stati successivamente raccolti nel già menzionato Libro Verde *“La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”*.

In tale documento è stato evidenziato come il mercato dei capitali italiano risultasse storicamente meno sviluppato rispetto ad altre economie europee più avanzate e, ad esempio, come il numero di IPO, negli ultimi cinque anni, fosse stato ampiamente inferiore rispetto ai corrispondenti numeri delle borse valori di Parigi e Francoforte. Conseguentemente, la scarsa competitività del mercato italiano, rappresentato dalla bassa quota di flottante, incide negativamente anche sull'inclusione dei titoli azionari italiani nei principali indici internazionali.

Inoltre, è stata evidenziata la scarsa attrattività del mercato italiano anche rispetto ai titoli obbligazionari emessi da società italiane, che scelgono quasi sempre di quotarsi su mercati esteri.

Sono dunque emerse alcune delle ragioni della scarsa attrattività del mercato dei capitali italiano, rappresentate dalla maggiore onerosità del processo di quotazione e dai costi di permanenza sui mercati, nonché dalla minore flessibilità del nostro sistema di diritto societario rispetto ad altre legislazioni europee.

A questo quadro, si devono aggiungere fenomeni di c.d. *gold plating* e prassi regolatorie che generano incrementi degli oneri amministrativi per le società emittenti.

Di qui l'opportunità di intervenire attraverso una serie di misure, prima individuate in via generale, anche sotto forma di linee-guida e orientamenti di *soft law*, nel citato Libro Verde ed ora concretizzate in specifiche disposizioni normative di cui al presente disegno di legge.

Per comodità di lettura risulta preferibile suddividere i settori d'intervento del presente disegno di legge in quattro grandi macro-aree.

La prima area di intervento concerne le regole del mercato dei capitali e del diritto societario nazionale, in particolare con riferimento al processo di quotazione ed ai costi ad esso connessi, nonché a quelli sopportati successivamente l'ammissione. In tale ambito, appare importante intervenire con misure funzionali ad agevolare l'accesso ai mercati regolamentati, attraverso possibili interventi di semplificazione dei requisiti di ammissione ai mercati di Borsa e in materia di prospetto informativo, tenuto conto del quadro normativo eurounitario.

Trattasi, dunque, di azioni quindi volte ad incentivare l'accesso al mercato ed a favorirne la permanenza per le imprese, anche per le PMI.

Più in generale, l'intenzione è quella di intervenire su quegli istituti – e connessi oneri – che presentano un livello di regolamentazione superiore a quello “minimo” richiesto dalla normativa europea (integrando così una fattispecie di *goldplating*).

La seconda area concerne quella parte del *framework* che, se opportunamente ammodernata e migliorata, potrebbe determinare una maggiore partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori, professionali e al dettaglio. Trattasi di un obiettivo di particolare rilevanza, che potrebbe agire positivamente su due profili rilevati negli studi di cui sopra: **(i)** la bassa quota di flottante; **(ii)** la scarsa presenza delle società italiane nei principali indici internazionali, un fattore che a sua volta limita automaticamente il flusso di capitale in entrata da parte del crescente bacino di fondi istituzionali indicizzati.

Da ultima, non per importanza, una **terza area** è rappresentata dal sistema di applicazione delle regole.

Invero, per assicurare l'esecuzione dei contratti occorre che l'esercizio dei poteri propri dell'azione giudiziaria e amministrativa sia condotto non solo correttamente ma anche in modo da assicurare tempestività delle decisioni e prevedibilità di interpretazione delle norme, al fine di garantire agli operatori economici quel grado di certezza che contribuisce in modo decisivo a determinare sia le scelte di investimento che i luoghi dove poi effettivamente realizzarle.

Negli ultimi anni l'Italia ha intrapreso significative riforme per migliorare l'efficienza del sistema giudiziario e della pubblica amministrazione. A tal fine è importante che si prosegua nell'opera di potenziamento del quadro istituzionale a supporto della competitività dei mercati.

Sotto questo profilo, nel rapporto dell'OECD e nel Libro Verde è stata sottolineata l'opportunità di una definizione più accurata del perimetro di responsabilità civile dei funzionari delle Autorità di vigilanza, tenuto anche conto dell'approccio di altri Paesi europei. Invero, accanto a norme chiare e di qualità è altrettanto essenziale che i mercati finanziari possano fare affidamento su un sistema giudiziario e di *enforcement* amministrativo che sia efficiente ed efficace.

In tale contesto si collocano quelle misure di cui al presente disegno di legge che incidono sul regime di responsabilità civile delle Autorità di Vigilanza, sulla possibilità – prevista per la Consob – di emettere decisioni con impegni, nonché sul regime del c.d. *cooling off period* e c.d. *cooling in period* per i dirigenti delle medesime Autorità.

2. OBIETTIVI DELL'INTERVENTO E RELATIVI INDICATORI

2.1 Obiettivi generali e specifici

Alla luce dell'analisi dei rischi e dei problemi di cui sopra, l'obiettivo generale perseguito dal presente intervento normativo è la semplificazione e la razionalizzazione di taluni settori nell'ottica di un complessivo miglioramento del quadro normativo e regolamentare applicabile agli operatori del mercato al fine di rendere più efficiente non solo l'accesso, ma anche la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, senza con questo ridurre i presidi a tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati stessi.

Gli obiettivi specifici del disegno di legge in esame sono: **i)** agevolare l'accesso ai mercati regolamentati, attraverso possibili interventi di semplificazione dei requisiti di ammissione ai mercati di Borsa e in materia di prospetto informativo, tenuto conto del quadro normativo eurounitario; **ii)** migliorare il processo di quotazione e rendere più efficiente l'accesso e la permanenza nei mercati, soprattutto per le PMI; **iii)** rendere le società maggiormente attrattive per gli investitori internazionali; **iv)** stimolare una maggiore partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori professionali; **v)** la deflazione del contenzioso mediante la riforma del sistema di applicazione delle regole attraverso una definizione più accurata del perimetro di responsabilità civile dei funzionari delle Autorità di vigilanza, tenuto anche conto dell'approccio di altri Paesi europei; **vi)** intervenire su quegli istituti – e connessi oneri – che presentano un livello di regolamentazione superiore a quello "minimo" richiesto dalla normativa europea (integrando così una fattispecie di *gold plating*);

2.2 Indicatori e valori di riferimento

Gli indicatori per misurare il raggiungimento degli obiettivi saranno i seguenti.

1) Per quanto concerne la prima aerea di interventi:

- il rapporto percentuale tra capitalizzazione di mercato e PIL registrato in Italia;

- il numero annuo di nuove quotazioni;
- il numero di PMI che si sono quotate mediante transito da un mercato di crescita (*SME Growth Market*) ad un mercato regolamentato;
- il numero di fattispecie di c.d. auto-collocamento di azioni della società;
- il numero di quote standardizzate dematerializzate emesse dalle S.r.l.-PMI;
- la riduzione complessiva dei tempi di approvazione del prospetto.

2) Per quanto concerne la seconda area di interventi:

- La riduzione dei costi amministrativi e monetari sostenuti dagli enti previdenziali privati e privatizzati per determinati investimenti, a seguito della loro inclusione tra i “clienti professionali di diritto”;
- la riduzione dei costi della provvista a carico degli emittenti a seguito della rimozione di taluni vincoli all’investimento diretto in titoli di debito emessi dalle società di capitali non quotate
- il numero delle società italiane nei principali indici internazionali;
- la partecipazione degli investitori professionali nelle IPO.

3) Per quanto concerne la terza area di interventi:

- Il numero di contenziosi annuo.

I dati per le misurazioni di cui sopra proverranno principalmente a livello europeo dall'ESMA e, a livello nazionale, dalle sedi di negoziazione e dalle Autorità di vigilanza (Consob, Banca d'Italia).

3. OPZIONI DI INTERVENTO E VALUTAZIONE PRELIMINARE

Non sono state prese in considerazione opzioni alternative all’intervento normativo in esame in quanto lo stesso, come premesso, si rende necessario per attuare gli obiettivi annunciati nel citato “Libro Verde” e ritenuti quanto mai opportuni nell’ottica di favorire una maggiore competitività dei mercati italiani nel panorama europeo, in linea con l’obiettivo generale della realizzazione della *Capital Market Union*.

Gli obiettivi perseguiti, puntualmente indicati nel paragrafo *sub)* 2.1., sono coerenti con il programma di Governo, la cui azione è tesa a favorire ed incrementare lo sviluppo del mercato dei capitali e di canalizzazione degli investimenti (da parte sia di investitori *retail* che istituzionali, italiani ed esteri) a favore delle imprese.

L’Amministrazione ha valutato che le opzioni prescelte non presentano svantaggi.

4. COMPARAZIONE DELLE OPZIONI E MOTIVAZIONE DELL’OPZIONE PREFERITA

4.1 Impatti economici, sociali ed ambientali per categoria di destinatari

La proposta legislativa andrà a beneficio delle seguenti categorie soggettive, quali destinatari diretti delle misure che si introducono:

- 1) imprese, anche le PMI, in quanto ne agevererà l’accesso e la permanenza nei mercati di capitali e la raccolta di risorse finanziarie attraverso infrastrutture tecnologicamente avanzate;

- 2) intermediari e gestori, per effetto delle misure che consentiranno una più agevole attività di investimento, anche per il tramite di canali tecnologicamente innovativi, nonché un più appropriata modalità di rappresentazione in assemblea;
- 3) società già quotate ed emittenti, in quanto ridurrà gli oneri regolatori della disciplina del prospetto;
- 4) autorità di vigilanza, in quanto ne si efficienterà l'operatività sia per quanto riguarda gli aspetti relativi alla pre-definizione dei conteziosi, sia per quanto concerne i meccanismi di nomina degli organi di vertice e di gestione del periodo successivo allo spirare dei mandati
- 5) investitori professionali, laddove viene consentito alle società di emettere obbligazioni per una somma complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato quando la sottoscrizione e successiva circolazione è riservata a tali investitori.

4.2 Impatti specifici

A. Effetti sulle PMI (Test PMI)

Occorre premettere e specificare che le PMI, in ambito finanziario, non coincidono con quelle così come analogamente definite dalla raccomandazione della Commissione europea 2003/361/CE. Per PMI, in ambito finanziario (e, quindi, nel TUF) si intendono gli emittenti azioni quotate che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a 500 milioni di euro. Tale valore soglia viene ad essere innalzato ad un miliardo di euro con il provvedimento oggetto della presente relazione, al fine di estendere ad una più ampia platea di soggetti le semplificazioni ed il regime agevolato di cui gode quella sub-categoria di emittenti. Il provvedimento non si rivolge quindi alle PMI rientranti nella classificazione di cui alla citata raccomandazione.

Con specifico riferimento al test PMI e sue finalità, il presente intervento normativo potrà avere effetti positivi anche su questa categoria di soggetti, ma in via indiretta nella misura in cui ne beneficeranno le società emittenti – di ben più ragguardevoli dimensioni – alimentando processi di crescita che, se ampi, potranno appunto estendersi ai piccolissimi operatori. Invero, uno degli obiettivi dell'intervento normativo è quello di favorire l'accesso delle PMI a forme alternative di finanziamento rispetto al canale bancario.

Le PMI che maggiormente potranno beneficiare delle misure proposte sono quelle definite in tal modo dall'ordinamento finanziario; quindi, (a seguito di un intervento previsto nel provvedimento che va proprio ad incidere su quella definizione), le società emittenti la cui capitalizzazione non eccede il valore soglia di un miliardo di euro.

Per quanto concerne, in particolare, i dati e quindi i termini numerici degli impatti sulle PMI derivanti dal presente intervento normativo, si rileva che sarà possibile dar conto di tali elementi solo *ex post*, una volta che le misure di attuazione saranno entrate in vigore ed avranno esplicato i loro effetti.

B. Effetti sulla concorrenza

Con il presente intervento normativo non sono previsti obblighi ulteriori atti a creare svantaggi concorrenziali per le imprese italiane. Di converso, l'intero pacchetto di riforma renderà più agevole l'accesso delle imprese al mercato dei capitali italiano, generando un positivo effetto pro-concorrenziale e di apertura del mercato dei capitali italiano anche ad investitori esteri.

C. Oneri informativi

I Capi I, II e IV del provvedimento normativo in esame non introducono nuovi oneri informativi nei confronti della P.A. (come prevede la legge n. 246/2005), concernenti l'elaborazione e la trasmissione di informazioni e documenti alla pubblica amministrazione, a carico dei soggetti destinatari del provvedimento. Le nuove disposizioni si inseriscono in un quadro regolamentare consolidato nel quale i destinatari della normativa già operano.

D. Rispetto dei livelli minimi di regolazione europea

Il presente disegno di legge non prevede l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli richiesti dalla normativa europea, ai sensi dell'articolo 14, commi 24-bis, 24-ter e 24-quater della legge 28 novembre 2005, n. 246.

4.3 Motivazione dell'opzione preferita

Le scelte regolatorie contenute nel provvedimento normativo in esame derivano dalla necessità di implementare talune misure volte a favorire lo sviluppo del mercato italiano, sulla scorta dell'evoluzione tecnologica e del confronto con gli altri Stati Europei e nell'ottica di favorire una maggiore competitività dei mercati italiani nel panorama europeo in linea con l'obiettivo della realizzazione della *Capital Market Union*.

Per realizzare quanto sopra è necessario effettuare un'operazione di manutenzione e riforma dell'ordinamento nazionale al fine di introdurre norme e misure tese a migliorare il quadro normativo e regolamentare in materia, nonché la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, senza con questo ridurre i presidi a tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati.

A tal fine con il presente intervento normativo vengono modificati: il TUF; il Codice civile; il decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38, in materia di principi contabili internazionali; il decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221; la legge 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. Legge sul risparmio); decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 febbraio 2017, n. 15; al decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34, convertito con modificazioni dalla legge 28 giugno 2019, n. 58; alla legge 20 agosto 2019, n. 92, al decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 luglio 2020, n. 77.

Altresì, vengono inserite *ex novo* delle disposizioni normative, quale quelle di cui agli articoli 9 del Capo I, e 21-52 del Capo III del presente disegno di legge.

Ulteriori interventi saranno possibili in normativa secondaria da parte delle Autorità di vigilanza competenti per aggiornare o abrogare quelle norme regolamentari contrastanti con la normativa primaria così come risultante a seguito dell'entrata in vigore del presente disegno di legge.

5. MODALITÀ DI ATTUAZIONE E MONITORAGGIO

5.1 Attuazione

I soggetti responsabili dell'attuazione dell'intervento sono: il Ministero dell'economia e delle finanze, per gli aspetti di carattere normativo contenuti nel TUF, nonché le Autorità nazionali di vigilanza delegate all'adozione di atti regolamentari, i soggetti che applicano le disposizioni contenute nella disciplina regolamentare europea e le Autorità nazionali ed europee che li vigilano.

5.2 Monitoraggio

Un'analisi delle conseguenze, anche in termini di rapporto costi/benefici, derivanti dall'attuazione dell'intervento di regolazione europeo sui destinatari nazionali e sul sistema paese potrà essere effettuato solo *ex post*, allorquando le nuove norme avranno prodotto i loro effetti, quindi in fase di monitoraggio, prendendo in considerazione un arco temporale sufficientemente ampio.

A livello nazionale, il controllo e il monitoraggio degli effetti dell'intervento regolatorio verranno svolti dal Governo - Ministero dell'economia - e dalle Autorità di vigilanza (nella specie, Consob e Banca d'Italia) che vigilano sull'applicazione delle norme secondo le rispettive attribuzioni.

In tale ambito, l'intervento normativo in esame sarà oggetto di una valutazione completa per verificarne l'efficacia e l'efficienza per quanto riguarda il conseguimento degli obiettivi prefissati e per decidere se siano necessarie nuove misure o modifiche. In particolare, verrà valutato se l'armonizzazione delle norme in materia riuscirà ad apportare chiari vantaggi in termini di tutela degli investitori e stabilità finanziaria e a garantire un ambiente trasparente e sicuro per l'intermediazione finanziaria, consentendo in tal modo agli investitori di concentrarsi sulla fattibilità dei progetti che desiderano sostenere, nonché riducendo in misura significativa la complessità e gli oneri finanziari e amministrativi per tutti i principali portatori di interessi

CONSULTAZIONI SVOLTE NEL CORSO DELL'AIR

Il presente disegno di legge è stato elaborato previo confronto a livello tecnico con i competenti uffici delle Autorità di vigilanza.

Sui temi oggetto del presente intervento normativo, in particolare contenuti nel citato Libro Verde "*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*", si è svolta una consultazione pubblica¹.

La consultazione ha suscitato interesse da parte degli operatori del settore: hanno risposto 24 soggetti, prevalentemente Associazioni di categoria, operatori di mercato e studi legali. Dei contributi pervenuti si è tenuto conto ai fini dell'elaborazione del presente disegno di legge.

PERCORSO DI VALUTAZIONE

L'AIR è stata redatta dal Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del Tesoro - Direzione V - Uffici III e IV- sulla base degli elementi informativi al momento disponibili.

L'articolato è stato predisposto dagli Uffici del Ministero del Ministero dell'economia e delle finanze e condiviso con le Autorità di vigilanza, nonché con le principali Associazioni di categoria dei soggetti interessati.

¹ Consultazione pubblica sul Libro Verde "*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*" - MEF Dipartimento del Tesoro

€ 2,00