

**Senato della Repubblica**  
**Commissione Finanze e Tesoro**

**DDL AS 674 Interventi a sostegno della competitività dei capitali**

**15 Giugno 2023**

Illustre Presidente, Onorevoli Senatori,

ABI, anche a nome del Presidente Antonio Patuelli, desidera anzitutto ringraziare la Commissione per l'opportunità di svolgere talune considerazioni in merito al Disegno di Legge recante interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali.

La competitività del mercato dei capitali interessa le banche:

- come emittenti, in quanto le banche sono tra le principali società quotate ed emittenti di strumenti finanziari (ad es. titoli obbligazionari) con i quali raccolgono risorse per supportare al meglio l'economia reale);
- come consulenti, in quanto le banche supportano le imprese ad accedere al mercato dei capitali, tramite le attività di ricerca (c.d. *scouting*), consulenza (c.d. *advisory*), strutturazione e collocamento dei titoli emessi dalle imprese;
- come intermediari, in quanto le banche contribuiscono all'allocazione del risparmio, essendo i principali distributori di prodotti finanziari e di investimento e consentono agli investitori, soprattutto retail, di accedere al mercato, in maniera assistita e tutelata.

Un mercato dei capitali efficiente e liquido permette, dunque, alle banche di continuare a raccogliere le risorse finanziarie necessarie per i finanziamenti al settore produttivo, gestendo tra l'altro i rischi di credito verso le imprese finanziate, anche tramite operazioni di cartolarizzazione.

Prima di passare all'esame delle previsioni normative oggetto del Disegno di Legge, riteniamo utile condividere alcune riflessioni preliminari sullo sviluppo del mercato dei capitali, europeo e domestico, sulle esigenze delle imprese e su come tale mercato può soddisfarle.

### Il mercato dei capitali europeo

Nell'ultimo decennio le operazioni di offerta al pubblico iniziali (c.d. IPO, Initial Public Offers)<sup>1</sup> in Europa hanno registrato una tendenza negativa. Nel 2012 l'UE si posizionava davanti agli Stati Uniti per numero di IPO all'anno; dieci anni dopo, in Europa sono state effettuate solo un terzo circa delle IPO globali<sup>2</sup> realizzate negli Stati Uniti. Nel 2021 solo l'11% delle IPO globali ha avuto luogo nell'UE, rispetto al 38% negli Stati Uniti, il 18% in Cina e il 4% nel Regno Unito. In

---

<sup>1</sup> Ci si riferisce alle offerte al pubblico dei titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta su un mercato regolamentato o su un sistema di negoziazione multilaterale (MTF).

<sup>2</sup> Ci si riferisce alle operazioni di offerta pubblica iniziale svolta a livello internazionale.

termini di proventi raccolti, il valore del capitale raccolto attraverso le IPO nell'UE è diminuito dallo 0,9% del suo PIL nel 2015 allo 0,3% nel 2020.

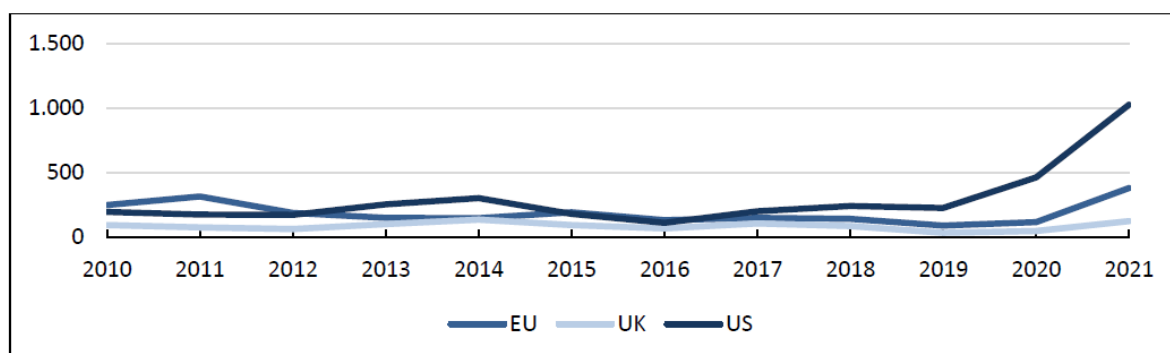


Figura 1 - Numero di IPO nelle diverse giurisdizioni (elaborazione Commissione Europea su dati Jay Ritter, Fese, PWC e LSE)

I problemi di competitività dei mercati dei capitali dell'UE emergono anche dall'aumento dei casi di uscita delle società dai mercati azionari (c.d. "delisting"). Dal 2012, il numero di *delisting* nei mercati dei capitali dell'UE è più che raddoppiato. Molteplici possono essere le ragioni dei *delisting* di un'azienda, tra cui, acquisizione da parte di un'altra società o da parte di un fondo di private equity. In un'indagine condotta per conto della Commissione Europea<sup>3</sup> è emerso che le aziende hanno tuttavia evidenziato principalmente: (i) criticità nel rispetto dei requisiti della rendicontazione finanziaria; (ii) tempi e costi associati al rispetto degli adempimenti amministrativi e di compliance previsti; (iii) eccessiva pervasività degli obblighi di divulgazione di informazioni sensibili. In breve, per quelle aziende, i vantaggi di rimanere sui mercati semplicemente non superavano più i costi associati al rimanere sui listini.

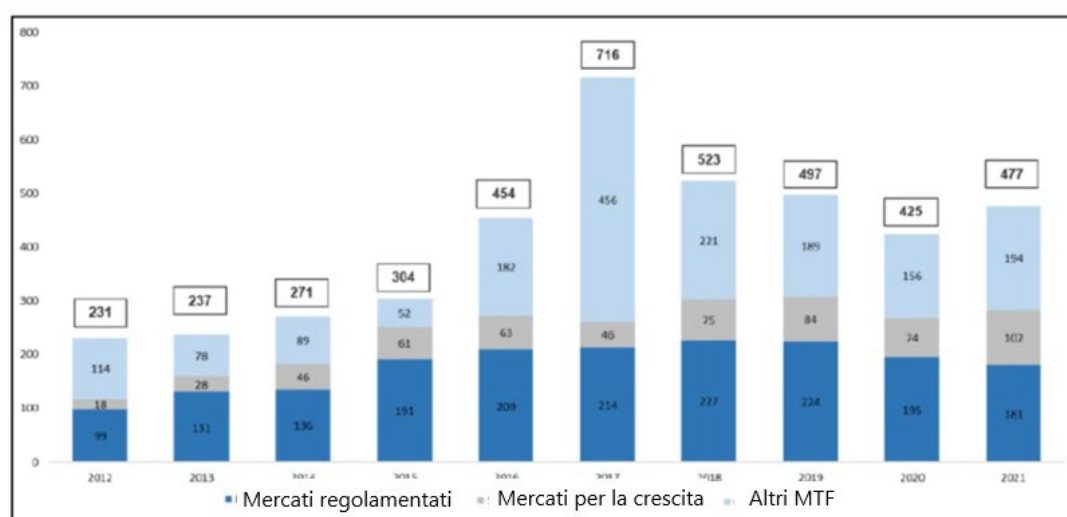


Figura 2- Numero di delisting annuali (elaborazione Commissione Europea su dati FESE)

<sup>3</sup> "Primary and secondary equity markets in the EU" Final Report - Oxera Consulting LLP (Nov. 2020)

In Europa, inoltre, i mercati finanziari nazionali sono frammentati e vi sono ampie divergenze tra di essi: esistono pertanto piazze più sviluppate ed a maggiore vocazione internazionale, caratterizzate da un ambiente più favorevole alla quotazione e da una più ampia presenza di liquidità e di investitori istituzionali.

Per ridurre la differenza di competitività con altri mercati non europei più evoluti e la frammentazione dei mercati dei capitali a livello europeo, la Commissione europea ha avviato nel 2020 un nuovo piano d'azione europeo per l'Unione del Mercato dei Capitali (CMU Action Plan).

L'ABI sostiene la realizzazione dell'Unione del Mercato di Capitali europeo, anche attraverso la Federazione Bancaria Europea (EBF), la quale ha lanciato e realizzato il progetto Markets4Europe<sup>4</sup>, proponendo soluzioni per lo sviluppo e l'integrazione dei mercati dei capitali in Europa.

Occorre una forte accelerazione, considerato che il primo piano di azione risale ormai al 2015, sebbene alcune delle azioni del piano siano state prese in atto che, complice anche le continue crisi economiche, mancano ad oggi risultati concreti.

Come evidenziato nelle recenti Considerazioni Finali del Governatore della Banca d'Italia, occorre proseguire speditamente, per far sì che il mercato europeo dei capitali possa meglio contribuire all'impegno economico necessario per affrontare con successo la sfida climatica e quella dell'innovazione digitale, in un contesto di rafforzata stabilità finanziaria.

Nell'ambito della CMU, la Commissione ha presentato un pacchetto di proposte legislative (c.d. *Listing act*) volte a rendere i mercati finanziari più attraenti per le imprese dell'Unione Europea e a facilitare l'accesso al capitale per le piccole e medie imprese (PMI).

Le proposte si concentrano specificamente sugli adempimenti normativi che emergono sia in fase di quotazione (IPO), sia nella fase successiva alla quotazione. Il pacchetto si compone anche di una proposta di Direttiva che modifica la MiFID 2 che mira sia a semplificare e chiarire i requisiti di quotazione, sia a incrementare il basso livello di ricerca sugli investimenti nelle PMI, e di una proposta di nuova Direttiva sulle strutture azionarie a voto multiplo.

L'obiettivo, condivisibile, è di semplificare il quadro normativo e facilitare l'accesso delle imprese alla raccolta di risorse finanziarie sui mercati e la quotazione.

L'alleggerimento degli obblighi di informativa non dovrebbe ridurre la possibilità di verifica sui prospetti di offerta azionari<sup>5</sup> svolta dagli intermediari finanziari in

---

<sup>4</sup> Per maggiori dettagli si veda il sito <https://markets4europe.eu>

<sup>5</sup> Ci si riferisce all'attività c.d. "due diligence" svolta da vari soggetti, tra cui gli intermediari finanziari che ricoprono i ruoli di responsabile del collocamento nel caso di offerta pubblica o di lead arrangers/bookrunners

occasione di operazioni di IPO o di aumenti di capitale per fornire agli investitori, soprattutto quelli individuali, il più elevato standard di informazione possibile.

Ad esempio, i limiti di pagine alla lunghezza dei prospetti, previsti nella proposta della Commissione, non dovrebbero essere vincolanti: gli emittenti dovrebbero avere un certo grado di flessibilità nell'applicare tali limiti, valutando le informazioni più appropriate in relazione alle caratteristiche delle operazioni e delle dimensioni dell'emittente, consentendo in tal modo agli investitori, in particolare quelli individuali, di prendere decisioni di investimento maggiormente informate. In questo contesto il fattore più rilevante appare la qualità dell'informazione e la più agevole e semplice rappresentazione delle informazioni rilevanti.

### Il mercato dei capitali italiano

Nel 2022, complessivamente i mercati azionari italiani hanno registrato 30 nuove ammissioni (rispetto alle 49 del 2021), di cui 4 sul mercato Euronext Milan (EXM) e le altre sul mercato Euronext Growth Market (EGM)<sup>6</sup>. Il valore complessivo del nuovo capitale raccolto è stato pari a 1,45 miliardi di euro, mentre gli aumenti di capitale hanno ottenuto 4,7 miliardi di euro (dati Borsa Italiana, dicembre 2022).

Il mercato per la crescita svolge un ruolo significativo nelle IPO italiane, e rappresenta l'82% delle operazioni e il 19% in controvalore (dati Borsa Italiana). È una proporzione più ampia rispetto a quella di altri paesi europei.

Sul mercato principale invece la situazione non è altrettanto positiva. Il fenomeno più rilevante, oltre al numero ridotto di nuove quotazioni in un anno (da circa 10 anni il numero è inferiore a 5), è rappresentato anche per l'Italia dalle uscite dal listino.

Le operazioni direttamente finalizzate o associate all'uscita dalla quotazione di titoli azionari in Italia sono state 20 nel 2022 (14 nel 2021)<sup>7</sup>. Sintomi questi che gli imprenditori percepiscono un distacco tra valore dell'azienda e quotazione della Borsa. Ne consegue una riduzione della dimensione e della profondità del mercato, che è quindi caratterizzato da offerte di ridotte dimensioni, in

---

nel caso di offerta istituzionale, in occasione di operazioni di offerta pubblica iniziale o di aumento di capitale, costituita da indagini e verifiche preliminari (di natura sia economico-finanziaria sia legale) prima della avvio dell'offerta pubblica e del collocamento. La *due diligence* è dunque uno strumento di tutela a disposizione degli investitori che consente di evidenziare i punti di forza e di debolezza dell'emittente nonché le prospettive ed i rischi e dello strumento finanziario offerto.

<sup>6</sup> Euronext Milan (ex MTA) è un "mercato regolamentato" (come definito dalla MIFID) gestito da Borsa Italiana e vigilato dalla CONSOB, rivolto alle imprese di media e grande capitalizzazione e rappresenta in Italia il mercato di quotazione ufficiale nonché il mercato principale per capitalizzazione. Euronext Growth Market (ex AIM Italia) è invece un "sistema di negoziazione multilaterale" (MTF, come definito dalla MIFID) gestito e regolamentato da Borsa Italiana dedicato alle PMI, che è stato riconosciuto nel 2018 "mercato per la crescita delle PMI" (SMEs Growth Market, ex MIFID 2).

<sup>7</sup> Fonte Relazione annuale 2022 della Consob del 9 giugno scorso.

comparazione con gli altri mercati continentali che è anche il riflesso della composizione del panorama di riferimento delle imprese.

Altro dato rilevante riguarda lo sconto sul prezzo iniziale di offerta dei titoli che vengono collocati tramite IPO. Ciò fa ritenere che ci sia una limitata liquidità, rispetto ai mercati di Francia e Germania, dovuta tra l'altro alla ridotta presenza di investitori domestici.

Nelle IPO italiane sul Mercato Regolamentato il ruolo prevalente è infatti di investitori esteri (lussemburghesi, statunitensi, inglesi). La distinzione fra operatori domestici ed esteri evidenzia anche la carenza di un adeguata presenza di investitori istituzionali di lungo termine domestici, quali fondi pensione ed assicurazioni.

Per quanto riguarda invece il mercato EGM, se si fa eccezione per i fondi PIR tradizionali e per i fondi PIR alternativi, sono ancora pochi gli investitori domestici specializzati negli investimenti in PMI / imprese a media capitalizzazione (c.d. Mid-Cap).

Interessante appare l'iniziativa di un "IPO-Fund" lanciata dal FEI, su proposta della Commissaria Von der Leyen, volta a supportare la nascita di fondi di investimento specializzati nelle varie fasi di vita delle società (Pre -IPO, IPO e post IPO) al fine di sostenere l'accesso delle imprese dell'UE ai mercati azionari. Il FEI potrà infatti fornire sostegno finanziario a fondi di investimento specializzati a livello nazionale e/o transfrontaliero.

### Le imprese e il mercato dei capitali

Dall'analisi della struttura finanziaria delle imprese del nostro Paese emerge che esse sono mediamente piccole nel confronto con i principali competitori europei, ancora poco patrimonializzate e fortemente dipendenti dal credito bancario. In particolare, a fine 2022 il 26% (in diminuzione rispetto al 2021) delle passività finanziarie delle imprese è rappresentato da indebitamento bancario.

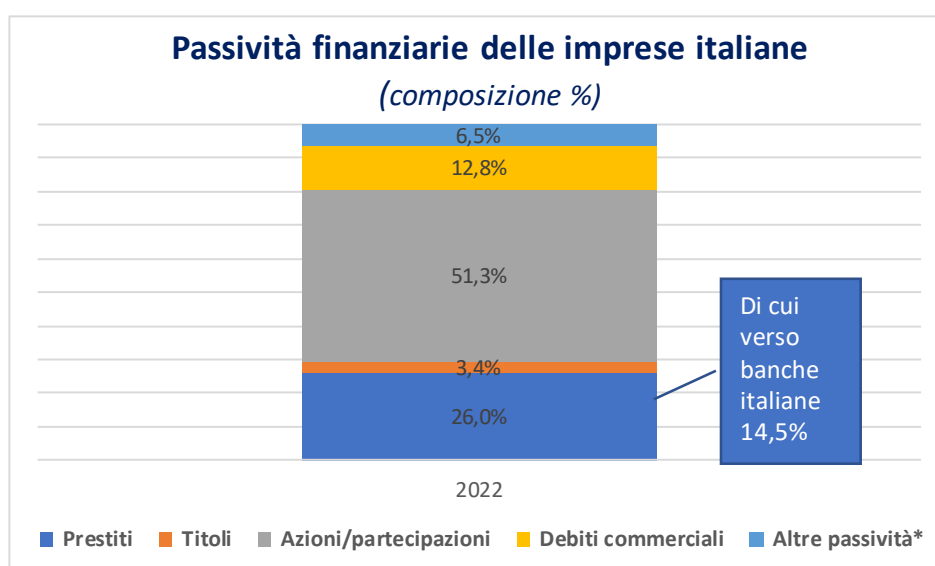


Figura n. 3 – Passività finanziarie delle imprese italiane (Elaborazione ABI su dati Banca d'Italia)

Anche la patrimonializzazione delle imprese si attesta a livelli inferiori alla media europea, con una consistenza a fine 2022 di capitale di rischio del 51% circa (rispetto alla media europea del 54% e in crescita rispetto allo scorso anno). Questa condizione rende le nostre imprese oggettivamente più fragili di fronte alle turbolenze dei mercati e più esposte ai rischi.

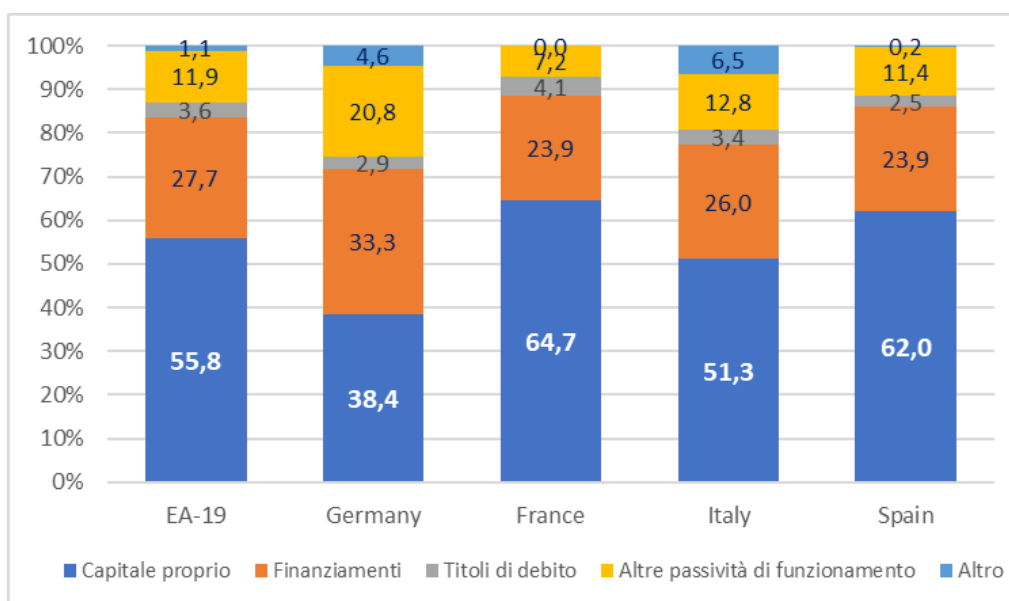


Figura n. 4 – Confronto europeo sulle passività finanziarie delle imprese (elaborazione ABI su dati BCE)

C'è dunque un tema di crescita dimensionale delle imprese e di riequilibrio della loro struttura finanziaria per valorizzarne le spiccate capacità produttive, di innovazione e flessibilità nella penetrazione di nuovi mercati; capacità che mantengono l'economia italiana ai vertici mondiali.

Un'equilibrata composizione delle fonti di finanziamento delle imprese può contribuire a favorire un'accelerazione del potenziale di crescita delle imprese. L'utilizzo di capitale azionario, data la natura di risorse stabili di lungo periodo, consente ad esempio di sostenere investimenti e piani di sviluppo a lungo termine, con un più elevato grado di rischiosità e che riguardano anche attività immateriali, come ad esempio quelle in ricerca e sviluppo (R&S) o innovazione, fondamentali per aumentare la competitività sui mercati e per migliorare la produttività.

Una maggiore raccolta di capitale di rischio tramite il mercato dei capitali riduce inoltre il grado di leva finanziaria delle aziende e quindi la loro rischiosità, generando un impatto immediato in termini di miglioramento del rating aziendale. Ciò si riflette positivamente sulla capacità di ottenere più credito e a migliori condizioni, elementi che innescano un circolo virtuoso per cui migliori

rating delle aziende riducono la pressione sul capitale regolamentare delle banche, allargando gli spazi di manovra a sostegno dell'economia.

Come evidenziato dalla Banca d'Italia nella sua recente relazione annuale, per le aziende più grandi la leva è tornata a crescere nel biennio 2020-21, per effetto di un notevole aumento dei debiti finanziari. Per le imprese più piccole invece il processo di riequilibrio della struttura finanziaria è proseguito anche dopo lo scoppio della pandemia, riflettendo il rafforzamento patrimoniale e, in misura minore, l'uscita dal mercato delle aziende più indebitate. La rinnovata vitalità del sistema economico si è manifestata, infatti, anche nella ripresa dell'accumulazione di capitale che rimane comunque insufficiente, come ha evidenziato nelle sue Considerazioni conclusive il Governatore della Banca d'Italia.

### Cosa serve per il rilancio del mercato dei capitali

Una strategia complessiva di rilancio del mercato dei capitali italiano richiede una combinazione di azioni, sia a livello europeo sia a livello nazionale, su più fronti e con priorità ben precise:

- promuovere, soprattutto nel nostro paese la cultura del "mercato dei capitali", sia sul fronte delle imprese sia su quello degli investitori;
- uniformare il più possibile le normative nazionali nei paesi EU, tramite testi unici (cd. *single rule book*) europei;
- rimuovere le barriere all'accesso ed alla permanenza sul mercato che scoraggiano le imprese, soprattutto le PMI, ad accedere ai mercati dei capitali (elevati adempimenti amministrativi, eccessivi costi di quotazione, regole stringenti per le società quotate). Positivi, come già detto, sono in tale senso le iniziative del Listing Act europeo e, come si dirà a breve, quella del "DDL mercati" italiano, oggetto della presente audizione;
- sviluppare una base più ampia di investitori domestici, istituzionali e privati, con focus di lungo termine e favorire ulteriormente l'investimento in private capital da parte di investitori privati di fascia alta.

Investitori come fondi pensione e società di assicurazioni hanno un profilo di investitori "pazienti" che ben si addice alle caratteristiche di tali investimenti anche nel caso di PMI/MidCap, tuttavia vi sono aspetti regolamentari che possono limitare una partecipazione più attiva sul mercato.

Per le società di assicurazione, tuttavia, il trattamento "prudenziale" al momento previsto per tali esposizioni dalla normativa "Solvency" non è favorevole.

Per quanto riguarda i fondi pensione e le casse di previdenza positivi sono stati gli sforzi effettuati negli ultimi anni negli investimenti indiretti, in particolare in Fondi chiusi che investono in società non quotate (è il caso dei Fondi gestiti dal Fondo Italiano di Investimento Sgr al cui capitale ABI partecipa fin dalla sua



costituzione) anche se le risorse destinate restano modeste rispetto alle potenzialità.

Per quanto riguarda le banche, il loro ruolo come investitori è al momento fortemente penalizzato dalla disciplina prudenziale recata da Basilea per le esposizioni verso strumenti rappresentativi del capitale di rischio. Il regolamento sui requisiti di capitale (CRR 3) in corso di definitiva approvazione, prevede un peggioramento del trattamento delle esposizioni in equity delle banche che viene aumentato dal 100% (150% nel caso di portafogli ad elevato rischio) al 250% ed al 400% nel caso di investimento speculative con durata inferiore a 3 anni. L'ABI ha in più occasioni rilevato l'incongruenza di tale previsione con il ruolo di sostegno alle imprese "a tutto tondo" che il mercato e le stesse imprese chiedono alle banche. Occorre altresì favorire ulteriormente l'investimento nei mercati privati dei capitali da parte di investitori individuali con maggiori capacità di investimento, come già previsto ad es. nei PIR alternativi, tramite il riconoscimento di un incentivo fiscale potenzialmente in grado di attrarre investitori che da tempo esprimono la necessità di diversificare i propri portafogli, in particolare verso gli investimenti alternativi.

Occorrono sforzi per attrarre (senza obbligare) strutturalmente nell'economia l'elevata liquidità accumulata in questi anni grazie ai risparmi degli italiani e, al contempo, per incentivare l'afflusso di capitali esteri. In questo senso si è espresso anche il Presidente della Consob nella sua recentissima relazione in occasione dell'Incontro annuale con il mercato finanziario, sottolineando la necessità un riesame dell'architettura istituzionale entro cui moneta e finanza si devono muovere, per realizzare l'obiettivo comune di un uso del risparmio finalizzato alla crescita.

Al fine di incentivare il risparmio privato verso l'investimento in titoli (obbligazioni, azioni, etc.) emessi dalle imprese sarebbe opportuno, nell'ambito della delega fiscale, distinguere la tassazione degli investimenti a medio e lungo termine da quelli puramente speculativi (come già avviene in Francia). Per giungere a questo obiettivo, il sistema di tassazione dei rendimenti finanziari potrebbe essere rivisitato introducendo un principio di correlazione tempo-aliquota che riduca l'aliquota all'aumentare del periodo di detenzione dell'investimento.

Il tema degli investitori privati è stato affrontato anche a livello europeo nell'ambito della Retail Investment Strategy (RIS, parte del piano d'azione CMU) con l'obiettivo, da un lato, di innalzare la fiducia degli investitori retail nel mercato finanziario e, dall'altro, incentivare il loro accesso al mercato dei capitali, nella consapevolezza dell'importanza che in tale modo si incanalino le risorse finanziarie derivanti dal risparmio delle famiglie verso l'economia reale.

La recente proposta della RIS ha previsto un intervento di revisione dei criteri di classificazione della clientela professionale in grado di riflettere in modo più proporzionato l'effettivo grado di capacità finanziaria e di conoscenza ed esperienza di alcune tipologie di clienti al dettaglio. Ciò consentirà, se richiesto dal cliente, di accrescere le possibilità di tali investitori di investire in strumenti

finanziari concepiti per essere riservati ai clienti professionali (come spesso sono quelli rivolti al supporto dell'economia e delle imprese) e al tempo stesso di non affievolire le tutele per gli investitori.

Infine, appare necessario insistere con misure di incentivazione, anche nella forma di garanzia pubblica, per favorire l'avvicinamento delle PMI al mercato dei capitali. In questa logica, assume rilievo positivo la nuova operatività del Fondo di garanzia per le PMI in favore dello sviluppo del mercato dei basket bond<sup>8</sup> che, anche grazie agli interventi agevolativi messi in campo da alcune regioni, ha permesso alle PMI di affacciarsi sul mercato dei capitali. Quest'operatività del Fondo PMI va confermata e ulteriormente rafforzata, anche in una logica di sviluppo sinergico con le politiche agevolative delle Regioni.

Lo schema di agevolazione dei "basket bond" potrebbe peraltro essere esteso ad altre operazioni finanziarie, che consentano alle PMI di intraprendere un percorso di rafforzamento della propria struttura finanziaria.

#### *Il disegno di legge sulla competitività dei mercati dei capitali*

Il Disegno di Legge (DDL) sulla competitività dei mercati dei capitali si muove nella direzione della semplificazione e della flessibilità normativa, della riduzione delle differenze tra ordinamenti normativi dei paesi e dell'avvicinamento a quelli più competitivi, anche attraverso una maggiore attrattività della raccolta sui mercati finanziari e della quotazione. In questo senso, dunque, il DDL appare un passo positivo verso la realizzazione degli obiettivi appena indicati.

Ulteriore aspetto positivo è il fatto che molte delle proposte riflettono quelle già condivise nell'ambito della "Task Force Finanza per la crescita 2.0" costituita presso il MEF a cui hanno partecipato associazioni di categoria rappresentative dei diversi operatori dei mercati finanziari, tra cui l'ABI.

Si riportano di seguito i commenti specifici su alcuni articoli del Disegno di Legge di diretto interesse delle banche, corredati, dove ritenuto opportuno, da proposte di miglioramento del relativo testo normativo.

#### *Art. 1 – Tecniche alternative per l'ammissione alla negoziazione*

L'attuale testo interviene sull'art. 30 TUF, prevedendo la liberalizzazione dell'offerta fuori sede:

- di qualsiasi strumento finanziario di propria emissione, emesso da qualsiasi emittente italiano o estero, con l'unica limitazione dell'importo di sottoscrizione o acquisto (250 mila euro) e della finalità (sono esclusi i collocamenti finalizzati all'ammissione alle negoziazioni);

---

<sup>8</sup> I basket bond sono strumenti di finanziamento per le PMI, che derivano dalla cartolarizzazione di obbligazioni (minibond) emesse da una pluralità di imprese, spesso accomunate da caratteristiche simili, come ad esempio l'appartenenza allo stesso settore produttivo, filiera o area geografica.

- avente ad oggetto la sottoscrizione o l'acquisto di azioni proprie con diritto di voto o di strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere tali azioni da parte di tutti gli emittenti, italiani ed esteri, con strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato o in negoziati in un sistema multilaterale di negoziazione italiano o europeo.

Tali interventi ampliano la deroga, a favore degli emittenti, alla riserva di attività riconosciuta agli intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di investimento. La formulazione adottata sembra di fatto consentire, al di là della ratio per cui è stata proposta (facilitare la raccolta presso gli investitori di capitale di rischio da parte delle imprese), che strumenti azionari o strumenti che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni vengano offerti e sottoscritti da investitori individuali senza un intermediario che attui quelle verifiche e quei presidi, in particolare quelli previsti dalla direttiva MiFID, a tutela degli investitori stessi.

L'attuale quadro normativo peraltro, già consente agli emittenti l'attività di auto-collocamento fuori sede dei propri titoli nei confronti di investitori professionali, in base all'esistente previsione di cui alla lettera a) del comma 2 dell'art 30 TUF. Gli investitori professionali, infatti, hanno capacità, conoscenza ed esperienza per investire nel capitale di rischio, anche senza le tutele e i presidi offerti dagli intermediari autorizzati

L'intento di ampliare tale possibilità a favore di investitori che, pur non rientrando in tale categoria, abbiano adeguate disponibilità di patrimonio da investire dovrebbe essere perseguito attraverso un ampliamento dei requisiti previsti dalla MIFID per i clienti professionali su richiesta e non ampliando i casi di deroga all'offerta fuori sede. In questa direzione va la recente proposta della Commissione Europea nell'ambito della Retail Investment Strategy (RIS) di modifica dell'allegato II della MIFID.

Laddove si ritenga, nonostante quanto sopra evidenziato, di perseguire tale obiettivo mantenendo la proposta di ampliare le deroghe alla disciplina dell'offerta fuori sede, appare allora opportuno circoscrivere l'ipotesi dell'auto-collocamento fuori sede a casistiche e modalità più circoscritte, senza rinunciare alle attuali cautele e presidi a favore degli investitori retail.

Si potrebbe ad esempio prevedere, modificando il testo dell'art. 1, di consentire quale ulteriore deroga alla disciplina dell'offerta fuori sede il solo caso di collocamento:

- di azioni di propria emissione (o di strumenti finanziari che consentano di acquistarne);
- svolto da emittenti con azioni quotate in mercati regolamentati o negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, italiani o europei (ad esclusione di SICAV e SICAF);
- tramite propri amministratori o proprio personale con funzioni direttive;
- per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000.

*Art. 4 - Riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari*

Opportuni appaiono gli interventi volti ad abrogare la disciplina del TUF dei c.d. "emittenti titoli diffusi". Ciò in quanto, nel tempo, tale disciplina ha avuto l'effetto di estendere larga parte degli obblighi previsti per le società quotate sui mercati regolamentati alle società con titoli negoziati sui sistemi di scambio multilaterali (c.d. MTF), con conseguenti oneri per tali società e creazione di un poco giustificato *unicum* a livello europeo.

La proposta prevede anche correlati interventi al Codice civile per l'estensione di alcuni adempimenti ivi previsti (in particolare, in tema di comunicazione dei patti parasociali e di acquisto di azioni proprie, con limite di acquisto al 20% del capitale e computo nei *quorum* costitutivo e deliberativo) agli emittenti con titoli negoziati sugli MTF.

*Art. 10 - Modifiche alla disciplina di approvazione del prospetto e della responsabilità del collocatore*

Le modifiche proposte sono finalizzate in primo luogo ad applicare in toto la disciplina europea in tema di termini di approvazione del prospetto, che in precedenza decorrevano solo una volta accertata la completezza della documentazione da parte degli uffici della CONSOB.

Coerente con il quadro normativo europeo appare l'abrogazione della responsabilità da prospetto in capo al responsabile del collocamento, tipicamente intermediari bancari, che ha costituito per diverso tempo una previsione non in linea con il regime di responsabilità da prospetto recata a livello europeo.

La normativa europea, infatti, prevede come responsabile del prospetto l'autore dello stesso (o comunque almeno di singole parti); il responsabile del prospetto è, quindi, in genere l'emittente e non un soggetto terzo, quale il responsabile del collocamento. L'attuale disciplina del comma 7 dell'art. 94 TUF va quindi a gravare gli intermediari che operano in Italia come responsabili del collocamento di una responsabilità ulteriore, determinando una situazione di "unlevel playing field" tra intermediari operanti in Italia ed all'estero.

La presunzione di responsabilità in capo al responsabile del collocamento appare quindi uno strumento sproporzionato per il perseguimento dell'intento di tutela dell'investitore individuato dal legislatore nazionale, dal momento che il raggiungimento di tale finalità è già assicurato dal regime di responsabilità gravante sull'emittente/offerente e sull'eventuale garante.

*Art. 12 – Svolgimento delle assemblee delle società per azioni*

Particolarmente importante è altresì la previsione dell'art. 12 che rende permanente un'innovazione sperimentata con successo in periodo pandemico, ossia consentire – se lo statuto lo prevede – che le assemblee si svolgano con

rappresentante designato, e quindi senza una assise fisica di riunione dei singoli azionisti.

Nell'ottica di un'ulteriore e più efficace valorizzazione dell'autonomia statutaria e con l'obiettivo di chiarire alcuni passaggi della disciplina, si reputa tuttavia opportuno proporre alcune modifiche al testo, tra cui quella più rilevante e prioritaria è quella volta a sostituire l'attuale meccanismo che richiede una previsione statutaria per rendere operativa la disciplina (cd. *opt-in*) con un più efficace meccanismo che attribuisca alla libertà statutaria la scelta di non applicare la previsione relativa al rappresentante designato (*opt out*) al fine di attribuire alla disciplina carattere dispositivo.

In sintesi, salva diversa indicazione statutaria, si dovrebbe prevedere lo svolgimento delle assemblee con rappresentante designato come ipotesi che la società può azionare al pari di altre, da specificarsi nell'avviso di convocazione. In tal modo, lo svolgimento dell'assemblea potrà avvenire con il rilascio della delega in via esclusiva al rappresentante designato, ovvero con altre modalità, in funzione delle circostanze del caso valutate dall'organo di amministrazione della società (assemblea in presenza fisica, assemblea a distanza, voto elettronico, ecc.).

La previsione di un *opt out* statutario, inoltre, renderebbe più agevole l'applicazione della modalità di svolgimento dell'assemblea con rappresentante designato soprattutto per le imprese ad azionariato diffuso, che potrebbero incontrare notevoli complessità nell'approvare la modifica statutaria in questione, rispetto alle società a proprietà concentrata. D'altra parte, un'applicazione "diretta" consentirebbe anche di non creare disparità tra società già quotate e di nuova quotazione.

Accanto al suddetto intervento di modifica che, come detto, assume carattere prioritario, sarebbe opportuno valutare di apportare alla norma altri correttivi, nell'ottica di definire meglio le modalità di presentazione delle proposte di integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea e delle proposte di deliberazione su materie già contenute nell'ordine del giorno.

In particolare, al fine di chiarire meglio i riferimenti alle norme del TUF già contenuti nell'art. 12 in esame, e a fronte del (comprensibile) divieto di presentare proposte di deliberazione in assemblea allorché essa abbia luogo con il rappresentante designato, si propone di specificare la sussistenza di due termini diversi per:

- le proposte di integrazione dell'ordine del giorno, che continuerebbero ad essere consentite ai soli soci con il quarantesimo del capitale ai sensi dell'art. 126 bis TUF, e
- le proposte di delibera su materie già all'ordine del giorno o comunque previste dalla legge, che verrebbero consentite a tutti i soci indipendentemente dalla quota di capitale detenuta, purché entro il termine del quindicesimo giorno precedente l'assemblea.

Andrebbero, inoltre, precisate le necessarie condizioni di simultanea motivazione e certificazione della legittimazione per le proposte di deliberazione prima che la società proceda alla loro pubblicazione sul proprio sito internet.

Infine, sempre nell'ottica di garantire maggiore chiarezza alla disposizione, in linea con la vigente disciplina del TUF, dovrebbero essere specificati il termine per l'inoltro delle domande da parte dei soci prima dell'assemblea, richiamando l'art. 83-sexies, comma 2, TUF, e le modalità di risposta della società richiamando l'art. 127-ter commi 1 bis e 2.

#### *Art. 21 – Misure di promozione dell'inclusione finanziaria*

Importante e molto positiva è la previsione dell'art. 21 che, con l'obiettivo di promuovere l'inclusione finanziaria in Italia, inserisce l'educazione finanziaria tra i principi, le competenze e gli obiettivi di apprendimento dell'insegnamento dell'educazione civica.

Il mondo bancario è impegnato da anni nel favorire la diffusione di una crescente consapevolezza rispetto all'assunzione di scelte economiche da parte dei diversi target di popolazione (studenti di ogni ordine e grado, giovani coppie, famiglie, persone anziane e stranieri con una limitata educazione finanziaria).

In questa cornice ABI, su iniziativa del Presidente Patuelli, ha:

- promosso nel 2014 la Fondazione per L'Educazione Finanziaria e al Risparmio, che ha la missione di promuovere progetti e iniziative di divulgazione finanziaria anche attraverso collaborazioni realizzate con soggetti non bancari come le Associazioni dei consumatori riconosciute nell'ambito del Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti, Istituzioni e enti del Terzo Settore;
- previsto nel suo Statuto la finalità di favorire la diffusione dell'educazione finanziaria per i cittadini.

La diffusione della conoscenza e condivisione di competenze economiche e finanziarie è alla base del processo di inclusione finanziaria e, quindi, di inclusione sociale. È sempre più stretta la relazione tra conoscenza economica, responsabilità individuale e autonomia delle scelte.

L'articolo riprende sostanzialmente le finalità contenute in alcuni disegni di legge incardinati nella 7° Commissione del Senato (AS 155, AS 288, AS 158 e AS 421), oggetto anche di commento nella recente audizione dell'ABI, che nell'occasione ha richiesto, infatti, di integrare l'educazione finanziaria nei piani formativi delle istituzioni scolastiche.

L'articolo, oltre a declinare espressamente alcuni dei principali ambiti dell'educazione finanziaria, contiene anche alcune novità rispetto ai contenuti dei citati disegni di legge:

1) in relazione alla proposta di modifica dell'articolo 3, comma 1 della legge 20 agosto 2019, n. 92, (cfr. comma 1, lettera c) dell'articolo 21) si introduce una modifica che contempla anche l'indicazione dei soggetti che il Ministero dell'Istruzione e del merito coinvolge per la definizione delle Linee Guida per l'insegnamento dell'educazione finanziaria, ossia, "d'intesa con la Banca d'Italia e la Commissione nazionale per le società e la borsa e sentite le associazioni maggiormente rappresentative degli operatori e degli utenti bancari e finanziari".

A tale proposito, si segnala che questa modifica va coordinata con gli altri ambiti (lettere da a ad h dell'articolo 2 comma 1 della Legge 92/2019) che sono elencati come temi di educazione civica; solo per citarne alcuni, educazione ambientale, educazione alla cittadinanza digitale o educazione alla legalità, per i quali, invece, non sussiste l'indicazione di specifici soggetti o vincoli procedurali che potrebbero limitare le scelte per il Ministero dell'Istruzione per quanto riguarda la facoltà di proseguire accordi e azioni già formalizzati e in vigore o eventualmente di avviarne di nuovi.

2) Coerentemente con quanto sopra, anche la modifica prevista dall'art. 21 riferita alla legge 17 febbraio 2017, n. 15 (ossia l'inserimento del comma 10 bis) dovrebbe prevedere che lo stesso Ministero possa sottoscrivere accordi con qualificati soggetti che già operano da tempo nell'ambito dell'educazione finanziaria presso le scuole di tutti i gradi, nel rispetto dell'autonomia scolastica e nei limiti delle risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente.

#### *Altre proposte di intervento legislativo*

Tra le altre misure contenute nel Disegno di Legge si segnalano come particolarmente positive le seguenti:

- l'estensione alle società aventi azioni negoziate su MTF della facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali (Art. 5), in quanto tale misura dovrebbe accrescere l'appetibilità e visibilità di tali società nei confronti degli investitori;
- l'introduzione di ulteriori modifiche alla disciplina del limite di emissioni di obbligazioni da parte delle società, dopo quelle già introdotte dai c.d. Decreti Sviluppo nel 2012 (Art. 7), in quanto tale modifica dovrebbe agevolare ulteriormente l'emissione e il collocamento di titoli di debito (in particolare quelli domestici, c.d. *minibond*) da parte di società;
- l'inclusione degli enti previdenziali privati e privatizzati tra le categorie di controparti qualificate alle quali non si applicano le regole di condotta MIFID (Art. 14), in quanto la proposta potrebbe agevolare la partecipazione al mercato dei capitali degli enti di previdenza quali investitori di lungo termine, ampliando in tal modo la presenza di investitori domestici in occasione di collocamenti di titoli di società quotate su mercati regolamentati e mercati per la crescita.