



NOTA DI SINTESI

Il Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”

È stato presentato, in data 2 marzo 2022, dal Ministero dell’Economia e delle Finanze (di seguito, **“MEF”**), il Libro Verde *“La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”* (di seguito, il **“Libro Verde”**), al fine di accelerare il processo di riforma del mercato dei capitali italiano e di accrescerne l’attrattività, in linea con gli obiettivi del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (c.d. PNRR).

In relazione ai contenuti del Libro Verde è stata avviata una pubblica consultazione che avrà termine il prossimo 25 marzo, al fine di raccogliere le osservazioni delle autorità e degli operatori coinvolti.

Le misure e le iniziative proposte nel documento in esame sono a costo zero, non prevedendo oneri per la finanza pubblica.

Il Libro Verde offre un preliminare confronto tra la situazione post-pandemica del mercato dei capitali italiano rispetto a quello internazionale, con un *focus* sul mercato *FinTech* che nel 2021 ha registrato una forte crescita anche in Europa.

Nella seconda parte del Libro Verde si analizzano le possibili misure di supporto alla crescita del mercato dei capitali italiano, con specifico riguardo: i) alla permanenza nei mercati delle PMI; ii) al miglioramento delle condizioni per la partecipazione ai mercati da parte degli investitori e incoraggiamento della partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori istituzionali; iii) alla valorizzazione del digitale ai fini dell’accesso al mercato (di imprese e investitori); iv) alla definizione delle funzioni e delle responsabilità delle Autorità di vigilanza in un’ottica di maggiore competitività.

Di seguito i temi di maggiore interesse affrontati dal Libro Verde:

1. IL CONFRONTO INTERNAZIONALE

Nella prima parte del Libro Verde si evidenzia come il **mercato dei capitali italiano** manifesti una condizione di **cronico 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.

Per quanto attiene al **mercato FinTech, nell'anno 2021, si è registrata una forte crescita** a livello globale ed europeo.

In particolare, in Italia, con riferimento ai primi 9 mesi del 2021, il valore degli investimenti *FinTech* ha raggiunto 400 milioni di euro. Un ammontare che si è però concentrato su pochi *deal* guidati in buona misura dal *venture capital* internazionale, confermando una certa debolezza degli investimenti nel sostenere la crescita delle aziende *start-up* innovative.

2. IL MERCATO DEI CAPITALI A SUPPORTO DELLA CRESCITA: AREE DI POSSIBILE INTERVENTO

Con il Libro Verde, il MEF, in raccordo con le autorità di settore (Consob e Banca d'Italia), ha avviato un'analisi sistematica volta a individuare le aree della regolamentazione e delle prassi di vigilanza che appaiono particolarmente critiche ai fini della competitività dei mercati.

Al riguardo, si sono individuate diverse aree di possibile semplificazione e razionalizzazione, con potenziali interventi tesi a migliorare il quadro normativo e regolamentare applicabile agli emittenti per rendere più efficiente non solo l'accesso, ma anche la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, alcune delle quali destinate specificamente alle PMI, altre a tutte le società anche di grandi dimensioni (quotate o quotande).

Di seguito le quattro maggiori aree di azione e le relative proposte di intervento normativo descritte negli allegati tecnici al Libro Verde:

❖ *Facilitare il processo di listing¹ e la permanenza nei mercati, in particolare da parte delle PMI*

A livello di norma primaria, si riscontra in primo luogo la necessità di procedere ad una **semplificazione della procedura di ammissione al mercato dei capitali**, eliminando sovrapposizioni di adempimenti e duplicazioni di oneri e andando a modificare la disciplina di cui al TUF, anche con riferimento alle condizioni di quotazione per determinate società.

Tale opportunità discende dal fatto che gli emittenti di per sé affrontano rilevanti oneri per assicurare la piena trasparenza nei confronti del mercato dei capitali (per esempio obblighi del MAR, certificazione del bilancio e pubblicazione semestrale).

¹ Inserimento di uno strumento finanziario nel listino dei titoli quotati di un determinato mercato mobiliare.

Con specifico riguardo alle PMI, si propone di semplificare le vigenti procedure, al fine di consentire una **transizione più fluida verso il mercato principale per le società che soddisfino determinati criteri di quotazione e di rendicontazione**.

Infatti, allo stato attuale, vige una complessa normativa regolamentare che disciplina il transito da un mercato di crescita (*SME Growth Market*) ad un mercato regolamentato.

A tal fine, si auspica una semplificazione della disciplina prevista dal gestore del mercato per il passaggio da *Euronext Growth Milan* (AIM Italia) a *Euronext Milan* (Mercato Telematico Azionario - MTA), affinché tali emittenti non debbano sostenere costi di *compliance* eccessivi. Potrebbe anche valutarsi la previsione di un “*fast track*” del procedimento autorizzativo presso Consob per ridurre i tempi dell’operazione.

Il Libro Verde segnala anche l’opportunità che Consob elabori specifiche **linee guida volte a rafforzare l’istituto del *prefiling*²**, indicando puntualmente gli elementi informativi utili all’autorità ai fini dell’esame preliminare (*business*, principali contratti, dati finanziari, rischi).

Inoltre, si ravvisa l’opportunità, condivisa da Consob, di procedere anche con l’elaborazione di **linee guida per la redazione del KID**, in linea con la normativa europea, al fine di ridurre gli oneri per i soggetti interessati.

Con riferimento al **prospetto informativo** per l’ammissione a quotazione e per gli aumenti di capitale successivi, si evidenzia l’opportunità di adottare misure volte alla **semplificazione** del documento informativo, selezionando solo le informazioni maggiormente rilevanti per il risparmiatore/investitore.

Si segnala anche la possibilità di **implementare tecniche alternative per l’ammissione alla negoziazione** e, in tale prospettiva, potrebbero rappresentare oggetto di analisi alcune possibili modifiche dirette a facilitare il ***direct listing*³** nel rispetto del mantenimento di adeguati presidi di tutela degli investitori.

Sempre in un’ottica di semplificazione e razionalizzazione della normativa in materia, il Libro Verde propone di procedere a una **revisione degli obblighi di pubblicazione sulla stampa del prospetto informativo**.

In particolare, in linea con la c.d. Direttiva *Transparency* (Direttiva 2004/109/CE) e con il c.d. Regolamento MAR (Regolamento (UE) n. 596/2014), si propone un miglioramento del sistema di comunicazione delle informazioni al mercato attraverso l’utilizzo di sistemi di diffusione delle informazioni regolamentate (SDIR) e dei siti internet degli emittenti.

Con riferimento alle società quotate, si consiglia di **prorogare la disciplina, di matrice emergenziale, volta a favorire gli aumenti di capitale**, sia con riferimento all’innalzamento dei limiti di esclusione semplificata del diritto di opzione, sia rispetto al *quorum* assembleare, al fine di valutare, al termine della proroga, l’opportunità di modificare la disciplina *de qua* in modo permanente.

Con l’obiettivo di migliorare le condizioni dei mercati primari e secondari sono state considerate possibili ipotesi di riforma volte, da un lato, al **superamento di alcune peculiarità dell’ordinamento nazionale** - come ad esempio la disciplina delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura

² La possibilità per gli emittenti e gli offerenti di avviare un dialogo preventivo con l’autorità prima del formale avvio dell’istruttoria, oggi limitato solo a eventuali specificità riguardanti l’operazione di offerta, in modo da consentire un più ampio ricorso all’istituto in parola ai fini dell’esame preliminare del prospetto.

³ Un processo di accesso al mercato azionario diretto e consistente in un avvio delle negoziazioni direttamente sulla piattaforma di *trading* dello *stock exchange* ad un prezzo delle azioni determinato dalla interazione tra ordini in acquisto ed ordini di vendita ad un prezzo delle azioni determinato dalla interazione tra ordini in acquisto ed ordini di vendita.

rilevante (cd. “società diffuse”) – e dall’altro, alla **valorizzazione di alcune nuove categorie emergenti**, quali le società aventi azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF).

❖ **Migliorare le condizioni per la partecipazione ai mercati da parte degli investitori e incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori istituzionali**

Il Libro Verde, al fine di conferire maggiore attenzione alla categoria degli investitori professionali, considera meritevole di approfondimento l’opportunità di includere gli **enti previdenziali privati e privatizzati nella categoria dei clienti professionali di diritto privato**.

Sempre con riferimento agli investitori professionali, si evidenzia la necessità di un intervento normativo che stigmatizzi la possibilità per i gestori di attivi di investire per conto dei rispettivi clienti *retail* in mercati riservati a investitori professionali.

Il Libro Verde propone altresì di valutare **l’opportunità di costituire un fondo di fondi che investa, secondo logiche di pubblico-privato, prevalentemente in strumenti azionari quotati e/o di nuova quotazione**.

Nell’ottica di favorire gli investimenti da parte degli investitori istituzionali, il Libro Verde ha posto particolare attenzione anche alla disciplina degli OICR, su cui sono emerse diverse possibilità di intervento.

In particolare, con riguardo alle **società di investimento a capitale variabile e fisso** (rispettivamente SICAV e SICAF), si evidenzia l’opportunità di una **semplificazione del regime di vigilanza di quelle cc.dd. eterogestite**, rispetto alle quali il TUF replica il modello delle SICAV e SICAF autogestite, senza tenere in considerazione il ruolo del gestore esterno autorizzato e richiedendo l’applicazione di una serie di istituti che ne appesantiscono la gestione.

Inoltre, sempre in materia di SICAV e SICAF, al fine di semplificare gli adempimenti necessari ad avviare l’attività di tali veicoli di investimento, considerandone comunque in maniera appropriata le peculiarità e i rischi specifici, si evidenzia l’esigenza di un **allineamento tra il procedimento autorizzativo applicabile alle SGR e quello previsto per i fondi costituiti in forma societaria**.

Infatti, attualmente, i soci promotori di una SICAV o SICAF possono procedere alla costituzione della società solo dopo il rilascio dell’autorizzazione da parte dell’autorità e l’avvio dell’attività dell’intermediario è ritardata da alcuni passaggi tecnici.

Con riferimento alle **SICAV e SICAF c.d. multicomparto**, potrebbe essere valutata, al fine di rimuovere alcune difficoltà applicative riscontrate dagli operatori, l’opportunità di fornire un **chiarimento sulla natura di giuridica di ciascun comparto** e di allineare il regime di autonomia patrimoniale dei singoli comparti con quello previsto per i fondi comuni di investimento.

Infine, considerata l’importanza di potenziare i canali di finanziamento all’economia reale e di favorire lo sviluppo di operatori specializzati nell’offerta di capitale di rischio per le *start-up* e le PMI (gestori di fondi di *venture capital* e di *private equity*), è stata evidenziata la possibilità di **semplificare ulteriormente la normativa applicabile ai gestori di FIA italiani c.d. sotto-soglia**.

Per quanto attiene ai **FIA italiani riservati**, si propone di valutare l’opportunità di **favorire l’accesso ai clienti non professionali**, abbassando le soglie di ingresso in tali fondi.

A riguardo, si propone anche di valutare la **revisione delle modalità di rimborso delle quote dei FIA chiusi**, al fine di garantire una maggiore flessibilità nella definizione del rimborso anticipato “su iniziativa del gestore” anche per tener conto dei diversi interessi dei partecipanti.

Si evidenzia anche l’opportunità di **ampliare le attività di investimento dei FIA aperti retail**, prevedendo la possibilità per tali fondi di investire in quote di prestiti bancari sindacati (c.d. *syndicated loans*).

Infine, il Libro Verde suggerisce di valutare l’introduzione di una normativa che consenta la sottoscrizione diretta da parte degli OICR (specie ove si tratti di FIA) in titoli di debito di società a responsabilità limitata o in obbligazioni di società.

❖ **Valorizzazione delle potenzialità del digitale ai fini dell’accesso al mercato (di imprese e investitori)**

Il Libro Verde propone anche possibili interventi normativi per sperimentare un nuovo **regime di emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari** che si aggiungerebbero a quelli già esistenti (c.d. *Security Token Offering*).

A tal proposito, si propone, al fine di mitigare i possibili rischi legati alla sottoscrizione di questi prodotti digitalizzati da parte delle fasce più vulnerabili della clientela, di valutare l’introduzione di un regime transitorio durante il quale tali strumenti finanziari potrebbero essere emessi e circolare solo tra investitori professionali.

Tale regime transitorio consentirebbe, dal lato delle imprese italiane, di iniziare a sfruttare il potenziale digitale e, dal lato del legislatore e delle autorità di vigilanza, di individuare gradualmente i profili di maggiore criticità e le esigenze di aggiornamento della regolamentazione vigente.

In una seconda fase, sulla base delle evidenze raccolte durante la predetta fase transitoria, si potrebbe definire la cornice normativa volta a consentire l’emissione e la circolazione in forma digitale di tutti gli strumenti finanziari.

❖ **Funzioni e responsabilità delle autorità di vigilanza in un’ottica di competitività**

Il Libro Verde, al fine di uniformare la normativa nazionale a quella europea, propone di valutare **una definizione più accurata del perimetro di responsabilità civile dei funzionari delle autorità di vigilanza**.

In particolare, si prende in considerazione l’ipotesi di introdurre una disposizione in base alla quale le azioni di responsabilità civile possono essere proposte da terzi soltanto nei confronti delle autorità e non anche nei confronti dei componenti dei loro organi e dei loro dipendenti di volta in volta coinvolti, salva la successiva azione di rivalsa avanzata dall’autorità stessa nei confronti del soggetto coinvolto (ricalcando l’azione di responsabilità nei confronti dei magistrati).

LO STUDIO

LEGALITAX è uno studio integrato che conta 90 professionisti di cui 24 partner, avvocati e commercialisti. Lo studio, con sedi a Roma, Milano, Padova e Verona, mette a disposizione della clientela le sue competenze legali e fiscali per rispondere a tutte le necessità delle aziende nelle diverse fasi della loro vita. I clienti sono prevalentemente imprese italiane ed estere che investono e operano sul territorio italiano.

DISCLAIMER

Le informazioni contenute nel presente documento non sono da considerarsi un esame esaustivo né intendono esprimere un parere o fornire una consulenza di natura legale-tributaria e non prescindono dalla necessità di ottenere pareri specifici con riguardo alle singole fattispecie.

Milano

Piazza Pio XI, 1
20123 Milano
T +39 02 45 381 201
F +39 02 45 381 245
milano@legalitax.it

Roma

Via Flaminia, 135
00196 Roma
T +39 06 8091 3201
F +39 06 80 91 32 232
roma@legalitax.it

Padova

Galleria dei Borromeo, 3
35137 Padova
T +39 049 877 5811
F +39 049 877 5838
padova@legalitax.it

Verona

Via Antonio Locatelli, 3
37122 - Verona
T +39 045 809 7000
F +39 045 809 7010
verona@legalitax.it