

Milano, 25 marzo 2022

Spettabile  
MEF – Dipartimento del Tesoro  
Direzione V  
Regolamentazione e Vigilanza del  
Sistema Finanziario  
Via XX Settembre, 97  
00187 Roma

Via e-mail all'indirizzo:  
*mercatiperlacrescita@mef.gov.it*

Prot. n. 14/22

**Oggetto: Risposta di ASSOSIM alla consultazione pubblica sul Libro Verde “*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*”**

Desideriamo esprimere in primo luogo apprezzamento per l’istituzione da parte del Ministero dell’economia e delle finanze (MEF) della Task Force (TF) “Finanza per la crescita 2.0” e per le modalità con le quali il Ministero ha gestito i lavori della stessa. Si tratta, a nostro modo di vedere, di un caso non frequente, quantomeno nella recente storia della regolamentazione dei mercati finanziari italiani, in cui le proposte che costituiscono oggi oggetto di consultazione sono state sviluppate in un contesto di confronto prolungato e proattivo tra le Autorità stesse e i principali destinatari delle norme/riforme che si andavano delineando.

Auspichiamo ora che questa esperienza non sia interrotta e che, quindi, la TF possa continuare a rappresentare, non solo la sede nella quale sviluppare gli ulteriori approfondimenti ritenuti necessari dal MEF per portare a compimento alcune delle proposte di cui al Green Paper (GP), ma anche quella in cui affrontare, con le stesse modalità di lavoro, la nuova stagione di riforma della disciplina eurounitaria di fronte a noi, nonché la revisione e l’aggiornamento della normativa nazionale (anche nell’ambito del perimetro delineato dalle direttive europee) in aree di interesse sistemico e di mercato, tra cui, come anche evidenziato nel GP, la necessità di fornire maggiore certezza alla disciplina delle OPA.

Nel presupposto, pertanto, che si dia prontamente seguito, soprattutto a livello di riforme della normativa primaria, agli ulteriori approfondimenti individuati nel GP, forniamo di seguito le nostre valutazioni in relazione agli auspicabili ulteriori interventi che si rendono necessari per agevolare l’accesso delle imprese ai mercati finanziari.

Member of ICSA – International Council of Securities Associations

## **Semplificazione del processo di quotazione**

La semplificazione del processo di quotazione riveste fondamentale importanza per un mercato quale quello italiano, caratterizzato, come noto, da una scarsa capitalizzazione complessiva e da un numero di IPO sul mercato regolamentato in diminuzione negli ultimi anni a fronte dell'incremento del numero di aziende che decidono di quotarsi all'estero, a volte previo delisting dai mercati di Borsa e/o trasferimento della sede fuori dall'Italia. La presenza all'interno del network Euronext di borse europee con modalità di accesso più semplici rispetto a quelle presenti in Italia ed elementi di corporate law più favorevoli agli emittenti potrebbero ulteriormente aggravare il fenomeno.

In un tale contesto riteniamo sicuramente condivisibili le proposte volte a semplificare il processo di listing e a ridurre i costi di permanenza sul mercato, in particolare per le PMI, mantenendo inalterata la qualità del mercato o, meglio, incrementandola attraverso interventi mirati a rafforzare il funzionamento di presidi oggi previsti dall'ordinamento a tutela dell'integrità e della reputazione del mercato, nonché a tutela degli investitori. Manifestiamo pertanto apprezzamento per le modifiche, già in corso di implementazione da parte di Borsa Italiana, volte a ridurre gli oneri relativi ad alcune delle attestazioni oggi richieste ad emittenti e sponsor in sede di ammissione a quotazione e alla valorizzazione, nell'ambito del processo stesso, del ruolo dello sponsor in ragione del patrimonio di conoscenze che lo stesso ha modo di sviluppare sugli emittenti che porta in quotazione e che ne fanno il candidato ideale a svolgere altresì la funzione di global coordinator e/o bookrunner. Meno condivisibile, sempre a nostro modo di vedere, la proposta di Borsa Italiana, nell'ambito del processo di revisione del regolamento del mercato Euronext Milan (già MTA), di limitare l'obbligo di specialist ai soli emittenti che capitalizzano meno di un miliardo che si quoteranno su tale mercato a seguire l'entrata in vigore della nuova disciplina e per un periodo di soli tre anni dalla data di quotazione. Tale tipologia di emittenti (quelli, cioè che capitalizzano meno di un miliardo) sono a nostro giudizio quelli che più beneficerebbero dei servizi istituzionalmente forniti dallo specialist: sostegno della liquidità, copertura in termini di ricerca finanziaria e incontri con gli investitori. È noto, infatti, come gli investitori istituzionali siano restii a inserire nei loro portafogli gli strumenti finanziari emessi da tali emittenti proprio in ragione della scarsa liquidità e della mancanza di una attività di analisi sugli stessi. È pertanto importante che entrambi tali limiti temporali di efficacia dell'obbligo di specialist siano prontamente rimossi da Borsa Italiana, senza attendere l'introduzione, dalla stessa auspicata, di specifici benefici volti a defiscalizzare il costo di tale ricerca (c.d. ricerca "sponsorizzata"), che andrebbero peraltro estesi, aggiungiamo, anche alla ricerca "non sponsorizzata", prodotta cioè da broker non su incarico dell'emittente. A questo stesso riguardo, riteniamo si debba anche considerare che l'obbligo di copertura tramite ricerca finanziaria da parte dello specialist caratterizza già due iniziative di successo: il segmento Star, con oltre 70 società coperte, e il mercato Euronext Growth Milan (già AIM), per circa 180 società.

Un altro aspetto di primaria importanza al fine di promuovere la liquidità e regolarità di funzionamento del mercato, anche a beneficio dell'efficienza allocativa, è rappresentato dal c.d. flottante, ovvero sia dal numero di azioni disponibili per la negoziazione. Eventuali iniziative a fini di semplificazione della relativa disciplina -quali, da ultimo, la recente consultazione della

Commissione europea sul listing act- non dovrebbero mai indirizzarsi verso una riduzione del requisito del flottante minimo, in ragione delle ripercussioni negative che si avrebbero sugli scambi, sulla significatività dei prezzi delle azioni e, quindi, sugli investitori. Ciò vale anche per i mercati per la crescita, per i quali tuttavia il requisito del flottante potrebbe essere calibrato sulle caratteristiche dimensionali degli emittenti e sulla loro struttura proprietaria tipicamente più concentrata, ma sempre garantendo un numero di azioni in circolazione idoneo ad assicurare un mercato regolare. Un adeguato flottante consente, inoltre, a parità di condizioni, una maggiore contendibilità del controllo, aspetto anch'esso essenziale per lo sviluppo del mercato borsistico.

Poco chiaro ci appare invece il riferimento contenuto nel GP alla necessità di incentivare il self placement (al quale, peraltro, in alcune parti del documento si fa riferimento con la locuzione "Direct Listing", che è ben altro istituto), introducendo deroghe alla disciplina del collocamento fuori sede di cui all'art. 30 TUF in tutti quei casi in cui non si ponga (come sottolineato nella nota 43 a pag. 28) un chiaro "need of protection". A nostro giudizio, l'obbligo posto dalle disposizioni di cui al richiamato art. 30 TUF di ricorrere a un intermediario abilitato in tutti i casi in cui un emittente intenda collocare i suoi strumenti finanziari a clienti al dettaglio in luoghi diversi dalla propria sede è fondamentale al fine di garantire un'effettiva tutela dell'investitore, del mercato e della reputazione del sistema finanziario nel suo complesso.

Sempre al fine di ridurre i costi diretti e indiretti connessi alla quotazione e all'offerta al pubblico e, in particolare, all'approvazione dei relativi prospetti, riteniamo certamente condivisibile avviare in tempi brevi un'ampia revisione del regime della responsabilità di tutti, indistintamente, i soggetti coinvolti nel relativo processo, ivi compreso il funzionario Consob incaricato. I timori connessi a tale responsabilità costituiscono oggi tra le principali cause di allungamento dei tempi del processo e dei conseguenti costi per l'emittente. La rideterminazione delle responsabilità civile dell'intermediario collocatore e dell'emittente dovrebbe poi portare a riconsiderare, sotto il diverso aspetto della responsabilità amministrativa, a una rivisitazione dei principi di base del relativo procedimento sanzionatorio gestito dalle autorità di vigilanza, che non appare oggi garantire a pieno il contraddittorio e il diritto di difesa per il sanzionando (si veda la nota in allegato, predisposta per Assosim dal prof. Pisaneschi e dall'avv. Luccarelli).

Sicuramente condivisibili, infine, le proposte allo studio per favorire più ampio accesso al mercato dei capitali alle Srl, consentendo la digitalizzazione delle quote dalle stesse emesse.

### **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**

Certamente condivisibile ci appare la necessità, segnalata anche nel Rapporto OECD, di consentire ai gestori di attivi di investire per conto dei rispettivi clienti retail in strumenti finanziari riservati a investitori professionali. In questa prospettiva, l'interposizione del gestore (ma anche quella del consulente finanziario nell'ambito di un servizio prestato in un'ottica di portafoglio e su base

continuativa) dovrebbe poter consentire al cliente retail di beneficiare delle conoscenze e competenze dell'intermediario, anche per investire in strumenti finanziari reputati adeguati alla sola clientela professionale nell'ambito delle valutazioni di "product governance". Al tempo stesso riteniamo debba essere valutata l'opportunità di ridisegnare la responsabilità degli intermediari di ex art. 100bis TUF nel caso di redistribuzione di strumenti finanziari riservati agli investitori professionali oggetto di collocamento privato.

### **Ulteriori interventi in materia fiscale**

Oltre alla già menzionata necessità di defiscalizzare i costi della ricerca finanziaria (sponsorizzata e non), riteniamo fondamentale che, nelle more dell'approvazione della relativa direttiva di cooperazione rafforzata, sia sospesa l'applicazione dell'imposta sulle transazioni finanziarie (FTT)<sup>1</sup> e che sia esentata dalla stessa l'attività di market making posta in essere fuori dai mercati regolamentati (OTC). A tal riguardo si rammenta, infatti, come, al fine di ristabilire pari condizioni competitive tra gli intermediari italiani e quelli vigilati dalle autorità di altri paesi UE, tale operatività sia già stata esclusa (con comunicazione congiunta della Consob e della Banca d'Italia del 4 novembre 2019) dagli obblighi connessi alla disciplina sulle vendite allo scoperto che, come previsto dal decreto istitutivo dell'FTT, costituisce presupposto per l'applicazione dell'imposta<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Al fine di rilanciare la competitività della piazza finanziaria nazionale è opportuno quantomeno sospendere l'applicazione della FTT in attesa che sulla stessa si raggiunga un ampio consenso a livello internazionale e sia pertanto adottata anche negli ordinamenti dei paesi più avanzati, non solo a livello UE. L'imposta fu infatti introdotta in Italia nel 2012 a fronte di esigenze di cassa dello Stato e sull'onda di quello che sembrava all'epoca costituire un orientamento condiviso quantomeno in seno all'Unione Europea. Da lì a breve, le entrate erariali si dimostrarono di gran lunga inferiori a quelle preventivate e, constatata l'impopolarità, la Commissione Europea si affrettò a ritirare la sua proposta di direttiva nel frattempo presentata, sostituendola con un'iniziativa di c.d. cooperazione rafforzata. Vari studi condotti nei mesi successivi alla sua entrata in vigore documentarono peraltro l'impatto negativo prodotto dall'imposta sui volumi e sul numero delle transazioni poste in essere sui mercati italiani, nonché sull'occupazione nel settore finanziario. Tali analisi portavano tra l'altro a ipotizzare un impatto negativo anche in termini di entrate tributarie (a fronte del minore volume di affari posto in essere dagli operatori finanziari) e costi per il sistema finanziario connesso alla gestione dei relativi adempimenti burocratici ben superiore ai ricavi realizzati dall'Erario. Gli stessi studi dimostravano, al contempo, la maggiore crescita, in termini relativi, dei volumi e del numero di transazioni poste in essere nei mercati esteri che non prevedevano analoghe imposte.

Considerata l'immaterialità dei mercati finanziari e l'ampissimo numero di variabili che ne condizionano l'andamento, le conclusioni di cui sopra sono sempre state ritenute opinabili e i Governi che si sono da allora succeduti hanno piuttosto preferito considerare l'impopolarità di un'eventuale abolizione dell'imposta, pubblicizzata nei confronti dell'opinione pubblica come volta a colpire la speculazione di breve termine, laddove invece, come noto, il costo della stessa è sostenuto dai risparmiatori cassetisti.

Anche alla luce dell'uscita del Regno Unito dalla UE e dell'ingresso di Borsa Italiana nell'alleanza Euronext di mercati regolamentati, si ritiene indispensabile di abolire un'imposta anti-competitiva che peraltro, come detto, genera per l'industria finanziaria e l'economia reale costi di gran lunga superiori alle modestissime entrate tributarie prodotte.

<sup>2</sup> La riconducibilità dell'attività di sostegno degli scambi poste in essere dagli intermediari al di fuori di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione nell'ambito di operatività dell'imposta deriva, allo stato, dal disposto dell'art. 16, comma 3, lett. a), del Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 21 febbraio 2013, recante attuazione dei commi da 491 a 499 della legge n. 228/2012 (legge di stabilità 2013). Tale disposizione, al fine

Sempre sotto il profilo fiscale, andrebbe poi eliminata la sovrattassa sulla componente variabile della remunerazione dei dipendenti del settore finanziario. Come già in passato da noi sottolineato, si tratta innegabilmente di un'imposta discriminatoria, con effetti distorsivi per il mercato, che disincentiva tra l'altro l'acquisizione di professionalità da parte degli intermediari italiani.

Con i migliori saluti.

Il Segretario Generale  
Gianluigi Gugliotta



---

di definire l'ambito di applicazione delle esenzioni alla FTT, rinvia alla nozione di market making dettata dall'art. 2, paragrafo 1, lettera k), del Regolamento (UE) 236/2012 e dal documento ESMA/2013/158 del 1° febbraio 2013, il quale ultimo, sovvertendo la lettera e lo spirito del Regolamento (UE) e, peraltro, addirittura in assenza di uno specifico mandato, esclude dalla nozione di sostegno agli scambi (dettata ai fini dell'applicazione della disciplina sulle vendite allo scoperto) le attività poste in essere dagli intermediari fuori da mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

Proprio al fine di ristabilire pari condizioni di concorrenza tra i market maker soggetti alla loro vigilanza e quelli stabiliti in altri Paesi dell'Unione (tra i quali Regno Unito, Germania, Francia e Spagna) le cui autorità non si erano mai conformate agli Orientamenti ESMA, il 4 novembre 2019 la Consob e la Banca d'Italia hanno reso noto di aver notificato all'ESMA di non volersi più conformare alla lettura del disposto dell'art. 2, paragrafo 1, lettera k), del Regolamento (UE) 236/2012 di cui al documento ESMA/2013/158. Analoga posizione è auspicabile venga assunta anche dal Ministro delle finanze in relazione all'applicabilità della FTT all'attività di sostegno dei corsi.