

Milano, 25 marzo 2022

Via posta elettronica

Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Direzione V - Regolamentazione e Vigilanza del Sistema Finanziario

mercatiperlacrescita@mef.gov.it

Oggetto: Consultazione pubblica sul Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”

1. LE RACCOMANDAZIONI DEL LIBRO VERDE

Innanzitutto esprimiamo un ringraziamento per il notevole lavoro svolto dalla Direzione V - Regolamentazione e Vigilanza del Sistema Finanziario nel raccogliere idee e proposte, anche da associazioni di categoria come AssoNEXT, per la semplificazione del quadro normativo domestico con particolare attenzione al regime applicabile agli emittenti negoziati sui sistemi multilaterali di negoziazione (“**MTF**”), che sino ora hanno avuto una attenzione marginale da parte del legislatore ⁽¹⁾.

AssoNEXT accoglie con favore, nessuna esclusa, le proposte di cui al Libro Verde e con la presente desideriamo formulare alcune osservazioni che potrebbero essere d’ausilio nel proseguo dell’attività di riforma dei mercati finanziari avviata con la pubblicazione del Libro Verde.

2. SEMPLIFICAZIONE DEL REGOLAMENTO EMITTENTI EURONEXT GROWTH MILAN

Si suggerisce, al fine di alleviare i costi di permanenza degli emittenti negoziati su Euronext Growth Milan (“**EGM**”), di:

- a) modificare la disciplina in tema di parti correlate prevedendo un quadro normativo *ad hoc*, che non ricalchi la disciplina prevista per le società quotate sul mercato regolamentato, proporzionato alle dimensioni degli emittenti negoziati su EGM (e che spesso non redigono il bilancio sulla base dei principi contabili IFRS) e tenuto conto che questi sono già soggetti alla disciplina in tema di trasparenza *ex MAR*;
- b) eliminare l’onere gravante sullo Euronext Growth Advisor (“**EGA**”) di individuare o valutare l’amministratore indipendente in quanto tale compito è già riservato agli organi sociali dell’emittente;
- c) valutare se semplificare le disposizioni in tema di comunicazioni di partecipazioni rilevanti e se incrementare al 7,5% o al 10% la soglia minima di tema di comunicazione delle

⁽¹⁾ All’interno del codice civile, invero, solo due norme contemplano gli emittenti ammessi alle negoziazioni MTF, v. artt. 2441 e 2412 cod. civ. in tema di aumenti di capitale ed emissioni obbligazionarie.

partecipazioni rilevanti così da permettere una maggiore flessibilità di investimento soprattutto agli investitori istituzionali;

- d) considerati gli obblighi *ex MAR*, eliminare la sospensione delle negoziazioni, in caso di fuga di notizie prima della pubblicazione del documento informativo previsto in relazione a un *reverse takeover*. Tale previsione può scoraggiare l'esecuzione di operazioni di crescita per linee esterne da parte degli emittenti quotati su EGM;
- e) valutare una disciplina *ad hoc*, sia di accesso sia di permanenza, per gli emittenti che chiedono l'ammissione a EMG con capitalizzazione superiore a 1 miliardo di Euro o che superano tale limite per almeno due esercizi;
- f) valutare se procedere a una revisione degli schemi per la redazione del documento di ammissione (e del documento informativo) eliminando informazioni superflue o già contenute in altri documenti di pubblico dominio;
- g) prevedere una disciplina in relazione agli emittenti che non pubblichino la ricerca per un tempo protratto.

3. SEMPLIFICAZIONE DELLA DISCIPLINA IN TEMA DI ABUSI DI MERCATO

AssoNEXT raccomanda un pronto intervento chiarificatore da parte della CONSOB con riferimento alle linee guida e agli orientamenti pubblicati in materia MAR per le PMI. Sul punto, si ritiene di rilevare che eventuali interventi da parte di CONSOB, anche interpretativi, della disciplina in esame, dovrebbero essere limitati a fornire delle raccomandazioni di carattere generale sui vari aspetti relativi alla disciplina prevista dalla MAR (con particolare riferimento alla gestione delle informazioni privilegiate) senza entrare nello specifico dell'organizzazione e dei processi degli emittenti.

La percezione del mercato è che, nella ricerca di dettare linea guida sull'applicazione della (troppo) complessa disciplina MAR, l'esito sia piuttosto insoddisfacente. Gli emittenti, specie le PMI che non godono di strutture aziendali particolarmente sviluppate, non ricevono indirizzi interpretativi delle norme, quanto, piuttosto, indicazioni su come gestire correttamente la struttura interna dell'impresa, con rilevanti oneri organizzativi.

Per tali motivi potrebbe essere opportuno, da un lato, chiarire che le attuali linee guida non si applicano agli emittenti MTF. Contestualmente, si sottolinea la necessità di prevedere l'adozione di nuove e specifiche linee guida CONSOB con riferimento agli emittenti MTF, alle PMI che presentano esclusivamente titoli obbligazionari quotati (e.g. Minibond), nonché rispetto alle operazioni su azioni proprie.

Si suggerisce, inoltre, di chiarire che gli obblighi di cui all'art. 114, comma 7 TUF (sulla cui abrogazione concordiamo) non si applicano alle società ammesse alle negoziazioni su MTF, prevedendo, se del caso, nell'art. 114, comma 12, TUF, una specifica eccezione in tal senso.

4. TRASFERIMENTO DA MERCATO DI CRESCITA PER LE PMI AL MERCATO REGOLAMENTATO

Il Libro Verde mette correttamente in risalto la necessità di semplificare, come da sempre auspicato da AssoNEXT, le procedure di transito tra i mercati di crescita per le PMI e il mercato regolamentato ⁽²⁾.

⁽²⁾ I costi fissi per un emittente MTF che desidera, in Italia, accedere al mercato regolamentato sono pari a circa 1 milione di euro, il che li rende oltremodo insostenibili, considerato che si tratta di emittenti che già affrontano rilevanti

A tal proposito, in relazione al passaggio di un emittente da un mercato di crescita per le PMI a un mercato regolamentato, suggeriamo:

- a) di prevedere che il ruolo di Sponsor di cui al Regolamento Mercati di Borsa Italiana possa essere ricoperto anche dallo Euronext Growth Advisor;
- b) di valutare, quanto agli emittenti già ammessi alle negoziazioni su un mercato di crescita delle PMI, una revisione integrale del regime delle attestazioni dello Sponsor di cui all'art. 2.3.4, lett. (a), (b), (c) e (d) del Regolamento Mercati di Borsa Italiana nonché prevedere che non debbano essere forniti i documenti di cui ai punti 1.02, 1.09, 1.10, 1.11, 1.13, 2.05, 3.01, 3.08, 4.02 e 4.03 delle Istruzioni al Regolamento Mercati di Borsa Italiana;
- c) l'emanazione da parte di CONSOB di linee guida che raccomandino una lunghezza del prospetto informativo non superiore alle 200 pagine nonché prevedano un *fast track* di 30 giorni per l'approvazione come già previsto dal Regolamento Mercati di Borsa Italiana.

5. SEMPLIFICAZIONE QUADRO NORMATIVO PER OPERAZIONI DI RACCOLTA O DI CRESCITA

Le proposte di cui al Libro Verde per alleggerire il quadro normativo concernete le operazioni di raccolta e di crescita per linee esterne sono certamente condivisibili, ma possono esservi ulteriori spazi di miglioramento (di cui alcuni applicabili a tutte le società per azioni) oltre a quelli già individuati tra i quali:

- a) incremento della soglia di cui all'art. 2441, c. 4, secondo periodo, dal 10% attuale al 20%, così da garantire maggiore flessibilità agli emittenti MTF prevedendo, altresì, che la relazione ivi prevista possa essere resa dal collegio sindacale in modo tale da poter avere un risparmio rilevante di costo;
- b) esclusione, al fine di incentivare l'auto-collocamento da parte degli emittenti MTF sul mercato primario e secondario, dall'ambito di applicazione della disciplina delle offerte fuori sede delle: (i) offerte per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali ad Euro 100.000 (ii) offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni con diritto di voto o di altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché emessi da emittenti con azioni o strumenti finanziari negoziati sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione Europea;
- c) semplificazione delle disposizioni in tema di aumento di capitale e segnatamente l'art. 2441, comma 3, comma 6, cod. civ. (il prezzo di emissione dovrebbe tenere conto anche dell'andamento delle quotazioni su MTF nell'ultimo semestre) e l'art. 2379-ter, comma 2, cod. civ. (estensione del regime in tema di invalidità delle deliberazioni di aumento del capitale sociale);
- d) semplificazioni in tema di (i) operazioni di raccolta di debito prevedendo che il capitale sociale considerato dall'art. 2412, comma 1, cod. civ., sia quello risultante dall'ultima delle iscrizioni di cui all'articolo 2444, comma 1; cod. civ. (ii) conferimenti in natura (art. 2440, comma 6, ult. periodo, cod. civ.) la cui procedura non appare in linea con la direttiva 2017/1132, che prevede il diritto della minoranza di chiedere la nomina dell'esperto da parte del Tribunale sole ove gli amministratori non procedano alla verifica di cui all'art. 2343-*quater*, cod. civ.; (iii) fusioni e scissioni prevedendo un termine di massimi 30 giorni per l'opposizione dei creditori (art. 2503, comma 1 e 2, cod. civ.) nonché l'eliminazione della pubblicità sulla

spese per assicurare una piena trasparenza al mercato (v. MAR, certificazione del bilancio e pubblicazione semestrale).

Gazzetta Ufficiale (art. 2503-*bis*, comma 2, cod. civ.), che può essere sostituita da un avviso pubblicato sul sito internet della società o il deposito presso la sede della società entro 7 giorni dall'iscrizione del progetto di fusione e la riduzione del termine di conversione ivi previsto a 10 giorni;

- e) l'elaborazione di Linee Guida da parte di CONSOB per la redazione del KID, nei limiti di quanto previsto dalla disciplina europea, al fine di ridurre gli oneri per i soggetti interessati, con l'eventuale introduzione di accorgimenti tecnici a beneficio delle PMI utili a compilare in forma standardizzata il contenuto del KID;
- f) apertura del mercato del debito a prestiti obbligazionari convertibili il cui sottostante con sia quotato sul mercato regolamentato o ammesso alle negoziazioni su un MTF.

6. EMITTENTI DIFFUSI

AssoNEXT ritiene auspicabile un riordino della regolamentazione concernente gli emittenti diffusi a partire dalla esclusione di tali società dall'applicazione di quelle norme che sono motivate dallo status di quotazione e che quindi dovrebbero trovare applicazione soltanto con riferimento alle società quotate sul mercato regolamentato con l'eliminazione dal TUF delle disposizioni speciali applicabili agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico e la limitazione della sfera di azione della disciplina in tema operazioni con parti correlate (art. 2391-*bis*, cod. civ.) alle sole società quotate sul mercato regolamentato.

Quanto alle società ammesse alle negoziazioni su MTF si raccomanda di valutare con grande attenzione una eventuale estensione *in toto* di tale disciplina agli emittenti MTF in quanto vi può essere il concreto rischio di sottoporli a un quadro regolamentare più rigido di quello attuale senza effetti positivi. Già oggi l'inclusione (spesso improvvisa) di un emittente MTF nella categoria delle società diffuse (per fatti fuori dal controllo dell'emittente stesso) crea effetti certamente indesiderati e oneri non trascurabili.

Si pensi solo alla perdita del controllo per effetto dell'applicazione di quorum più elevati per l'assemblea straordinaria in seconda convocazione (v. art. 2368, c. 7, cod. civ.) o all'inapplicabilità di cause di recesso statutarie (art. 2437, cod. civ.) o alla limitazione nell'operatività in azioni proprie (art. 2357, c. 3, cod. civ.).

In particolare, si raccomanda di non sottoporre gli emittenti MTF ai quorum assembleari previsti per gli emittenti diffusi, in quanto ciò porterebbe a un impoverimento dalla raccolta di capitale di rischio. È, infatti, noto che la previsione dei quorum assembleari particolarmente elevati costituisce un limite all'ampliamento del flottante e comporta una minore liquidità del titolo ⁽³⁾. Al fine di assicurarsi la possibilità di raggiungere i quorum deliberativi rafforzati (66% del capitale sociale), i soci fondatori sono costretti, infatti, a limitare il flottante così da tutelare la propria partecipazione, laddove l'attuale quorum applicabile agli emittenti MTF (50% del capitale sociale più azione) permette la possibilità di destinare un maggior numero di azioni con diritto di voto in assemblea al mercato e una maggiore propensione a degli emittenti MTF a finanziarsi mediante emissioni secondarie;

Per contro potrebbero essere estese agli emittenti MTF alcuni presidi di *governance* previsti per gli emittenti diffusi dal codice civile (v. ad esempio artt. 2393, c. 6, 2393-*bis*, 2408 o 2409, cod. civ.), con gli opportuni adattamenti ispirati dal principio di proporzionalità nonché, al fine di agevolarne l'operatività, alcune disposizioni previste per gli emittenti quotati su un mercato regolamentato di cui agli artt. 2497-*quater*, c. 1, cod. civ. (inizio e cessazione dell'attività di direzione e coordinamento), 2437-*ter*, c. 3, cod. civ. (determinazione valore liquidazione recesso, che potrebbe essere concesso in via opzionale tramite apposita previsione statutaria) e 2437-*quater*, cod. civ. (v. processo di

⁽³⁾ V. OECD, *Capital Market Review of Italy*, 2020, p. 39.

liquidazione), nonché 102, c. 4, TUF, secondo periodo (termine di 30 giorni per le offerte aventi a oggetto strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni su MTF).

Una ulteriore suggerimento riguarda la modifica dell'art. 5, D. Lgs. 17 gennaio 2003, così da precludere l'arbitrato societario solo alle società quotate in mercati regolamentati. L'attuale disciplina in tema di arbitrato societario rappresenta, infatti, un limite al rafforzamento, a livello di regolamentazione del mercato, di meccanismi privatistici, in quanto gli emittenti non possono deferire in arbitrato eventuali controversie da momento in cui tali emittenti divenissero diffusi.

7. BILANCIO

Il Libro Verde non manca di rilevare l'esigenza di modificare la disciplina relativa alla redazione del bilancio di esercizio prevedendo facoltà per gli emittenti MTF di redigere il bilancio di esercizio in conformità ai principi contabili internazionali senza alcun limite dimensionale.

AssoNEXT sposa senza esitazione tale posizione tenuto conto che l'attuale disciplina è, altresì, causa di oneri amministrativi supplementari per gli emittenti MTF che optino per l'utilizzo dei principi contabili internazionali in quanto sono comunque costretti a redigere anche il bilancio secondo i principi contabili domestici.

8. INCENTIVI FISCALI

Come già affermato in diverse occasioni AssoNEXT ritiene necessario che:

- a) il cd. Credito Imposta IPO previsto in attuazione dei commi da 89 a 92, art. 1, L. 27 dicembre 2017, n. 205 (legge di bilancio 2018) che prevede per le PMI, che decidono di quotarsi in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione, un credito d'imposta pari al 50% delle spese di consulenza sostenute, sia reso strutturale ed elevato a Euro 500.000 euro;
- b) le agevolazioni fiscali di cui agli all'art. 5 della L. 448/2001 in merito alla rivalutazione partecipazioni che consentono, anche per il 2022, alle persone fisiche di rivalutare – in base a perizia – il costo o valore di acquisto delle partecipazioni alla data del 1° gennaio 2022, affrancando in tutto o in parte le plusvalenze conseguite, allorché le partecipazioni vengano cedute a titolo oneroso, siano estese alle azioni o altri strumenti finanziari emessi da società ammesse alle negoziazioni su MTF;
- c) modificare l'art. 5, comma 1, DM Interministeriale 7 maggio 2019, concernente le agevolazioni per le PMI Innovative, di cui all'art. 4 del medesimo DM, esonerando gli emittenti MTF dall'obbligo di consegnare del piano di investimento ivi previsto, tenuto conto degli effetti complessi che tale obbligo ingenera rispetto agli oneri informativi a cui tali società sono soggetti, in particolare in tema di abusi di mercato;
- d) rimozione della Tobin Tax (FTT) rispetto agli emittenti MTF o innalzamento della soglia di esenzione a 1 miliardo di capitalizzazione. Tale imposta rende il mercato italiano meno competitivo rispetto ai mercati UE, svantaggiando l'investimento su titoli azionari rispetto ad altre *asset class* e disincentivando gli investimenti di medio-lungo periodo.

Cogliamo l'occasione per inviarVi i nostri più cordiali saluti.