

Milano, 24 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**

In qualità di partecipanti ai lavori del *Technical Expert Stakeholder Group on SMEs* siamo a esprimervi il nostro più vivo apprezzamento per l'analisi svolta e le raccomandazioni contenute nel Libro Verde, che non manca di menzionare i lavori del TESSG riprendendo diverse proposte formulate in tale sede. Come notato dal TESSG il ruolo degli Stati membri nell'ambito del processo di semplificazione avviato con l'*Action Plan 2020* della *Capital Market Union* è di fondamentale rilevanza.

**2. LE PECULIARITÀ (NEGATIVE) DEL MERCATO DEI CAPITALI ITALIANO**

La modernizzazione del quadro normativo e regolamentare è certamente un passo imprescindibile per rilanciare il ruolo dei mercati finanziari nel nostro Paese ed è vieppiù urgente in un momento in cui assistiamo a una fuga delle medie e grandi imprese dal mercato domestico.

Nel 2021, tutti i 68 prestiti obbligazionari emessi da imprese italiane hanno evitato una istruttoria di Consob: 63 di queste hanno emesso *bond* destinati unicamente a investitori istituzionali (peraltro quotandoli su mercati esteri) e 5 hanno emesso *bond* aperti anche al *retail* (con istruttoria in Irlanda), passaportando poi il prospetto per l'Italia e collocando poi il prestito obbligazionario prevalentemente in Italia (sono quotati sul MOT e dunque accessibili al retail).

Rispetto alla raccolta di *equity*, tra le società che, per dimensioni (capitalizzazione >€100mln), avrebbero potuto effettuare un'IPO per accedere al mercato regolamentato, solo 4 hanno optato per l'approvazione del prospetto informativo in Italia.

Ariston ha spostato la sede in Olanda, passaportato il prospetto informativo ed effettuato l'offerta in Italia. Revo e Technoprobe hanno richiesto l'ammissione alle negoziazioni su Euronext Growth Market (“EGM”). Stevanato, Genenta, Ermenegildo Zegna e VAM Investments sono andate all'estero, le prime 3 sul mercato statunitense, l'ultima ad Amsterdam. Sono, inoltre, passate 3 società nel 2021 (Fine Foods & Pharmaceuticals NTM,

Antares Vision e Abitare In) da EGM al regolamentato, con costi fissi sempre molto elevati, che avevano dunque anch'esse originariamente scelto di effettuare l'IPO evitando il mercato regolamentato.

Nessuna IPO contemplava una tranche del collocamento destinata al *retail*.

Dal che emerge chiaramente una tendenza delle imprese italiane a collocare debito ed *equity* utilizzando modalità che evitano il coinvolgimento di CONSOB, il cui attuale ruolo diviene, in ultima istanza, marginale in quanto i prospetti di offerta sono approvati altrove o le offerte designate per evitare tale onere.

Un progetto di riforma dei mercati dei capitali quale quello delineato nel Libro Verde non può dunque prescindere da una riforma della governance e delle prassi di Consob, la cui operatività non risulta coerente con l'obiettivo di sostenere lo sviluppo dei mercati dei capitali del nostro Paese.

### **3. IL RILANCIO DEL RUOLO DELL'AUTORITÀ DI VIGILANZA**

Attualmente, nella UE sono in concorrenza tra loro non solo le borse e gli intermediari finanziari che operano nel mercato, ma anche i modelli di regolamentazione e le stesse autorità indipendenti. Un'Autorità di Vigilanza più efficace e meno invadente, meglio capace di articolare il proprio lavoro in relazione allo sviluppo del mercato, più rapida nei tempi di risposta e nel fornire orientamenti ai partecipanti al mercato, che impone costi meno elevati di raccolta del capitale e di gestione delle informazioni, può dare al Paese un vantaggio competitivo di rilievo <sup>(1)</sup>.

Pertanto, l'Italia deve fare tutto quanto possibile (e speditamente) per diventare uno dei mercati elettivi delle PMI all'interno dell'Unione Europea. Come sottolineato in una relazione (Deodato) occorre evitare un atteggiamento attendista rispetto agli interventi riformatori in ambito UE e rimuovere, sfruttando il momento legislativo di riforme straordinarie, le ragioni del deficit di competitività dei mercati finanziari italiani iniziando sin da subito a rimuovere, con una azione coordinata a più livelli, i punti critici.

Nel Libro Verde è trattato diffusamente il tema della responsabilità delle Autorità di Vigilanza, tuttavia, potrebbero essere considerati degni di nota ulteriori profili segnalati in alcuni interventi nel corso dell'incontro di presentazione del Libro Verde (v. Panucci, Enriques, Zoppini): l'organizzazione della CONSOB, la selezione del personale, l'attrattività e gli incentivi della Pubblica Amministrazione, la percezione del proprio ruolo da parte degli uffici e delle persone che ne fanno parte.

L'organizzazione della CONSOB viene considerata obsoleta (Zoppini) e non a torto considerato che, negli ultimi decenni, i mercati finanziari sono mutati radicalmente e sono in costante evoluzione, ma qualcosa non è mai cambiato. Impervio ai mutamenti, l'impianto organizzativo e di *governance* della Consob è rimasto tale quale fu disegnato dai primi due articoli della legge 216 del 1974, fra i pochissimi di quella legge mai toccati dalla legislazione

---

(1) T. PADOA-SCHIOPPA, *La riforma delle autorità indipendenti, Intervento del Ministro dell'Economia e delle Finanze*, Milano, 19 febbraio 2007, p. 10, disponibile in [https://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/articoli/2006\\_2008-tommaso\\_padoa\\_schioppa/documenti/9729\\_07\\_02\\_19\\_convegno\\_milano\\_2.pdf](https://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/articoli/2006_2008-tommaso_padoa_schioppa/documenti/9729_07_02_19_convegno_milano_2.pdf)

successiva <sup>(2)</sup>, che fissano un rigida collegialità della Commissione e un ricco perimetro delle materie sulle quali si richiede una decisione collegiale <sup>(3)</sup>.

La L. 216/1974 dispone, in particolare, che le deliberazioni della Commissione, composta da un presidente e da quattro membri, siano adottate collegialmente, che il presidente sovrintende all'attività istruttoria e cura l'esecuzione delle deliberazioni e che non è ammessa delega permanente di funzioni ai commissari (v. art. 1, c. 6, L. 216/1974). L'ambito delle decisioni collegiali è ampio e comprende, oltre a tutte le materie inerenti all'attività di vigilanza, anche questioni che non danno luogo a provvedimenti. In aggiunta la gestione delle spese di funzionamento, il bilancio di previsione, le norme concernenti la propria organizzazione e il proprio funzionamento, quelle sul trattamento economico e giuridico del personale e sull'ordinamento delle carriere (con maggioranza di quattro voti e subordinate al visto di esecutività del Presidente del Consiglio) e (con la stessa maggioranza) la nomina del direttore generale e l'attribuzione di incarichi e qualifiche dirigenziali.

Nel 2020 si sono tenute 110 riunioni di Commissione nell'arco di 48 settimane (il dato si attestava a 101 nel 2019 per 45 settimane), nel corso delle quali sono state esaminate 1.297 pratiche (1.246 nel 2019) e sono state emanate 459 delibere (443 nel 2019). Tra queste, 26 hanno riguardato provvedimenti a fronte della pandemia (sono 29 al 16 febbraio 2021) e 237 la chiusura di siti web abusivi (il numero di siti complessivamente oscurati tra il 1° luglio 2019 e il 26 marzo 2021 è pari a 410) <sup>(4)</sup>.

Come notato <sup>(5)</sup> la Commissione si pronuncia su molte pratiche, anche se attinenti all'attività di vigilanza, sulle quali una decisione collegiale non sarebbe necessaria; altre, come quelle riguardanti i promotori finanziari, potrebbero essere opportunamente delegate ad apposito organismo (Zoppini); altre ancora hanno natura strettamente organizzativa o di gestione del personale.

La Commissione, per contro, dovrebbe potersi organizzare in modo tale da alleggerire quanto più possibile i lavori del collegio (delegando singole funzioni ai commissari e riorganizzando ruoli e responsabilità degli uffici), che non dovrebbe riunirsi costantemente per pronunciarsi su questioni minute, così da potersi dedicare alle questioni di fondo, prediligendo una piena integrazione tra vertice e struttura a cui vanno conferite le necessarie attribuzioni funzionali per rendere più rapide le procedure e le interazioni col mercato <sup>(6)</sup>. In una prospettiva di

---

<sup>(2)</sup> Le uniche eccezioni riguardano la durata dell'incarico, estesa, nelle more dell'approvazione della legge di riordino delle Autorità indipendenti, a sette anni dall'art. 47-*quater*, L. 31/2008 e le modifiche di cui alla lett. e), art. 23, c. 1, D.L. 6 dicembre 2011, n. 201, poi soppresse dal comma 13 dell'art. 22, D.L. 90/2014, che aveva disposto la riduzione del numero dei componenti della Consob da cinque a tre.

<sup>(3)</sup> L. SPAVENTA, *La legge 216 del 1974: un ostacolo all'azione della Consob*, Intervento al XXI Convegno di studio del Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale su "La nuova legge di tutela del risparmio", Courmayeur, 2006, pp. 1 e 3.

<sup>(4)</sup> CONSOB, *Relazione per l'anno 2020*, p. 3.

<sup>(5)</sup> L. SPAVENTA, *op. cit.*, pp. 5-6.

<sup>(6)</sup> T. PADOA-SCHIOPPA, *cit.*, p. 7. Secondo Spaventa, *op. loc. cit.*, tutto ciò può portare la Commissione a estendere l'ambito della competenza collegiale anche al di là di quanto strettamente dovuto, dal che ne derivano almeno due inconvenienti: (a) «*operata come è di pratiche, che comunque richiedono tempo anche se di modesto rilievo, la Commissione trova poche occasioni per inquadrare le sue decisioni di maggior rilievo in una filosofia più generale e per discutere e definire le sue strategie di vigilanza: consistenti, ad esempio, nell'individuazione di una gerarchia di rischi, al fine di concentrare l'attenzione e gli interventi su alcune aree piuttosto che su altre, anche con finalità di prevenzione*»; (b) «*può ravvisarsi in una deresponsabilizzazione della struttura: preso atto dell'appetito del*

ulteriore miglioramento dell'azione della Pubblica Amministrazione potrebbe essere riconsiderata anche la durata dell'incarico dei commissari che andrebbe forse ricondotta agli originari cinque anni rispetto all'attuale settennato e limitata nell'età massima per ricoprirlo.

Rispetto al personale, come segnalato dal Prof. Enriques nel suo intervento <sup>(7)</sup>, è del tutto assente il reclutamento da parte di CONSOB di figure dirigenziali dal privato e l'avanzamento di carriera nell'Autorità è complesso e legato a logiche di anzianità più che di merito, con strozzature che impediscono la mobilità verticale e orizzontale, il che ha determinato una diffusa demotivazione all'interno degli uffici dell'Autorità e un senso di smarrimento rispetto al ruolo ricoperto all'interno del mercato finanziario.

Il procedimento in corso di rafforzamento della capacità amministrativa delle pubbliche amministrazioni funzionale all'attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) deve essere occasione di una riforma mirata delle Autorità indipendenti (Panucci) e, in particolare, la CONSOB che deve essere messa nella posizione di attrarre personale (anche dal settore privato) altamente qualificato e competente al fine di rafforzarne la qualità complessiva e la visione di insieme. CONSOB opera in un campo in cui la natura specifica delle problematiche, tutte assai complicate, richiede livelli di preparazione e di tecnicismo assai peculiari.

La qualità dell'*enforcement* non può prescindere dall'azione sul personale amministrativo anche al fine di creare una classe dirigente europea che sappia farsi portatrice delle istanze del Paese a livello internazionale (Panucci). Come osservato dall'ex Presidente della CONSOB Mario Nava «*Bisogna fare le regole e non subirle e per farle bisogna partecipare in maniera continuativa e attiva. Essere rule-maker significa, infatti, poter adattare le regole alle proprie specificità e quindi renderne più semplice l'attuazione. Partecipare poco o passivamente a questi processi significa, invece, accettare di adattarsi alle regole fatte da altri*» <sup>(8)</sup>.

Infine, sul lato sanzionatorio è stata notata (Zoppini) che il nostro Paese svetta nel panorama europeo per numero di sanzioni inflitte agli intermediari finanziari. L'Autorità di Vigilanza dovrebbe, per contro, orientare la propria attività nel colpire comportamenti intenzionalmente scorretti e non al fine di sanzionare condotte illegittime dovute ad ambiguità e complessità delle norme di legge e regolamentari. Questo per evitare che un atteggiamento eccessivamente punitivo alimenti fenomeni di selezione avversa tra i partecipanti al mercato <sup>(9)</sup>. Una ulteriore soluzione da vagliare potrebbe essere quella, per assicurare la terzietà del soggetto che irroga le sanzioni, di attribuire la funzione sanzionatoria a organismi estranei all'attività di vigilanza <sup>(10)</sup> così da ridurre ulteriormente la collegialità nella gestione dei compiti di vigilanza.

#### **4. LIMITAZIONI DI RESPONSABILITÀ**

Per quel che concerne la responsabilità dei funzionari CONSOB concordiamo con la proposta

---

*collegio, lo soddisfa anche al di là di quanto richiesto, scaricando volentieri sul tavolo della commissione l'onere e la responsabilità di ogni decisione».*

<sup>(7)</sup> V. anche per ulteriori spunti L. ENRIQUES, *La governance delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari: teoria, strategie normative e un'applicazione alla Consob*, in *Giur comm.*, 2013, pp. 1153 ss.

<sup>(8)</sup> M. NAVA, *Incontro annuale con il mercato finanziario, Discorso del Presidente Mario Nava*, Milano, 11 giugno 2018, p. 21.

<sup>(9)</sup> M. NAVA, *cit.*, p. 19.

<sup>(10)</sup> V. Rapporto TEGS, pp. 77-78

di cui al Libro Verde di introdurre le medesime limitazioni della responsabilità civile che sono previste per i magistrati, tramite la tipizzazione delle fattispecie che integrano le ipotesi di colpa grave nonché una disposizione in base alla quale le azioni di responsabilità civile possono essere proposte da terzi soltanto nei confronti dell'Autorità e non anche nei confronti dei componenti dei loro organi e dei loro dipendenti, salva l'azione di rivalsa <sup>(11)</sup>.

Tale riforma del regime di responsabilità deve essere estesa anche ai soggetti impegnati nel collocamento e segnatamente il responsabile del collocamento e l'emittente.

In particolare, dovrebbe essere abrogata la figura del responsabile del collocamento di cui all'art. 94, c. 7, TUF, introdotta nel 2007 e non prevista dalla regolamentazione europea (v. art. 11, Reg. 2017/1129/UE). Tale ulteriore *gatekeeper*, tenuto a controllare il prospetto, non pare più necessario visti i compiti di CONSOB in sede di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, nonché i doveri dei collocatori ex art. 95, comma 2, TUF e art. 34-*sexies*, Reg. CONSOB 11971/1999 e dei distributori ex art. 21, TUF e art. 34-*decies*, Reg. CONSOB 11971/1999, le disposizioni in tema di abusi di mercato volte a limitare fenomeni di *underpricing* pre-IPO nonché le conseguenze negative sulla piena concorrenza tra operatori in tale segmento di mercato.

Inoltre, occorre valutare se rivedere l'attuale regime circa la responsabilità dell'emittente che disincentiva fortemente l'inclusione nei prospetti delle proiezioni circa la redditività futura, che costituiscono informazioni chiave per gli investitori, proprio nel momento l'emittente stesso sta affrontando un passo di primaria importanza nel proprio percorso di crescita. Per superare tale problematica si potrebbe prevedere nell'art. 94 TUF, che l'emittente e i suoi amministratori rispondono per i danni arrecati agli investitori in relazione ai dati previsionali inseriti nel prospetto informativo solo in caso di dolo o colpa grave.

## 5. IL RUOLO DELLA MAGISTRATURA

Da ultimo, come sottolineato da alcuni (Panucci), va considerato il ruolo della magistratura, nell'ambito del funzionamento dei mercati finanziari. In quest'ottica va forse considerata l'estensione competenza sezioni specializzate in materia d'impresa rispetto alle controversie in tema di intermediazione finanziaria al fine di incrementare la qualità e la tempestività del processo giudiziario.

Un numero crescente di ordinamenti ha creato delle giurisdizioni specializzate (come i diversi Tribunali italiani specializzati in materia di impresa), che permette ai tribunali di acquisire le competenze necessarie per smaltire il carico di lavoro in modo più efficiente e con un maggior grado di competenza. A livello domestico, tuttavia, a differenza di molti altri Paesi (tra cui la

---

<sup>(11)</sup> La questione della responsabilità dell'autorità di vigilanza è sotto esame anche in sede eurounitaria. Nell'ambito della consultazione del *listing act* l'AMF ha osservato quanto segue: «*The liability regime governing the missions of the supervisory authorities also has a role to play in achieving an effective prospectus regime. The AMF is indeed aware of the fact that, in certain Member States, persons in charge of the review of the prospectus engage their personal responsibility. ESMA 2013 report on the Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive also reported on this state of play, in particular in its Annex III - Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive. In such situations, it may be difficult for these persons to impose on issuers the characteristics of concision and specificity expected from the prospectus regulation. In order to guarantee the effectiveness of the prospectus regime in ensuring the presentation of targeted, coherent and concise information, the Prospectus regulation should prohibit Member states from placing any personal responsibility upon the reviewers of prospectuses*».

Francia), le giurisdizioni specializzate in materia di impresa non si occupano di controversie in tema di intermediazioni finanziaria. In questo contesto, al fine di un miglioramento dell'efficienza del sistema giudiziario potrebbe consistere nell'estendere il ricorso alle sezioni giudiziarie specializzate in materia di impresa, al fine di prevedere la competenza, in capo a quest'ultime, in materia di controversie in tema di intermediazione finanziaria.

## 6. GLI INCENTIVI FISCALI

Comprendiamo che le misure e le iniziative discusse nel Libro Verde sono a costo zero, non prevedendo oneri per la finanza pubblica.

Tuttavia, suggeriamo di valutare nel proseguo dei lavori l'adozione di incentivi fiscali a sostegno delle imprese che scelgono il mercato dei capitali per accelerare la propria crescita. Tra i diversi provvedimenti che potrebbero essere vagliati vi sono: il credito imposta IPO, che andrebbe reso strutturale; l'estensione del regime dell'affrancamento delle partecipazioni alle società quotate; l'abolizione dell'imposta sulle transazioni finanziarie; l'abolizione della aliquota addizionale del 10%, rispetto a bonus e *stock option*, a carico dei dirigenti e dei collaboratori di imprese che operano nel settore finanziario <sup>(12)</sup>; la revisione del regime di tassazione sulla previdenza complementare <sup>(13)</sup>; nonché l'introduzione di incentivi fiscali a supporto dei costi di ricerca sia su base *sponsored* sia in forma indipendente <sup>(14)</sup>.

\*\*\*\*\*


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

Lukas Plattner



---

Andrea Vismara



---

---

<sup>(12)</sup> V. art. 33, D.L. 78/2010, convertito con modificazioni dalla L.122/2010.

<sup>(13)</sup> V. OECD, *Capital Market Review of Italy*, 2020, p. 43 «*In Italy, pension contributions are tax exempt up to EUR 5 165, while investment returns and withdrawals following retirement are taxed (referred as an ETT regime). Half of OECD countries follow a different model where only withdrawals after retirement are taxed, while pension contributions and investment returns are tax exempt (referred to as the EET regime). It has been suggested that EET regimes encourage participation and contributions to retirement savings plans when personal income tax system is progressive*»

<sup>(14)</sup> Come indicato nel Report TESG (pag. 92), gli incentivi fiscali su base *sponsored* dovrebbero coprire parte delle spese sostenute dalle PMI per pagare la produzione di ricerca. Sul fronte della ricerca indipendente, gli incentivi dovrebbero tenere in considerazione il numero di ricerche, note e incontri con gli investitori effettuati dai broker su titoli di PMI, sulla base di un budget di costo standardizzato a livello nazionale.