

---

## Le Infrastrutture finanziarie italiane alla sfida della nuova congiuntura

Il Gruppo Borsa Italiana S.p.A. (parte del gruppo Euronext) manifesta particolare apprezzamento in merito all'istituzione da parte del Ministero dell'economia e delle finanze (MEF) della Task Force (TF) Finanza per la crescita 2.0 i cui lavori hanno condotto alla pubblicazione del Libro Verde "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita" posto in consultazione.

Il Gruppo Borsa Italiana intende rappresentare nella presente nota le aree di intervento che considera più urgenti per accelerare il processo di riforma del mercato dei capitali italiano e accrescere l'attrattività del sistema Italia, sostenendo la crescita e gli investimenti.

Lo sviluppo del mercato dei capitali rappresenta infatti una leva strategica a sostegno della finanza pubblica, facilitando l'afflusso di risorse private e favorendo la realizzazione degli investimenti in settori come la digitalizzazione, l'innovazione e la sostenibilità che sono al centro degli obiettivi strategici del PNRR italiano.

Le infrastrutture finanziarie italiane stanno vivendo un'importante fase di impulso e trasformazione, dovuta principalmente a 3 fattori:

- Il primo, di ordine congiunturale, relativo alla situazione economica verificatasi in conseguenza della pandemia che, in reazione ad un primo sostanziale blocco delle attività economiche, ha reso necessari interventi straordinari mai visti prima i quali, pur in presenza di nuovi picchi pandemici, hanno aiutato l'economia a mantenere livelli produttivi elevati rappresentando ora importanti opportunità di sviluppo per l'intero sistema.
- Il sopraggiungere della guerra russo - ucraina, di cui è ancora difficile prevedere le conseguenze economiche a medio termine, che però evidenzia ora come mai l'importanza di politiche europee integrate e connesse, accompagnate però da rafforzamenti strutturali dei singoli stati anche nel mercato dei capitali.
- Le conseguenze della Brexit e della recente integrazione di Borsa Italiana nel gruppo paneuropeo Euronext, che rendono più immediato il confronto con le altre piazze europee e richiedono di esprimere a pieno le potenzialità del mercato e dell'intera industria finanziaria italiana, chiamata a contribuire in modo significativo alla crescita della piattaforma europea dei mercati finanziari.

In questo quadro, il mercato di capitali è chiamato a svolgere un ruolo fondamentale per accompagnare e sostenere un percorso di ripresa che si basa anche sull'innovazione e la sostenibilità, così come declinato in modo chiaro nei principi alla base del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

L'occasione per le nostre infrastrutture è unica: esse possono affiancare gli interventi governativi con azioni riformatrici dei processi e più in generale dell'intera struttura del mercato e dei servizi, in modo da giocare un ruolo da protagonista nella circolazione dei capitali e degli investimenti, che sia efficiente e funzionale allo sviluppo dei settori produttivi.

Va anche evidenziato come esse possono partecipare a pieno titolo all'attuazione di nuovi modelli operativi improntati sulle tecnologie digitali, mantenendo tali sviluppi sotto un'egida regolamentare attenta alla sicurezza dei siti informativi nonché alla tutela della clientela e all'ordinato svolgimento delle transazioni, in linea con la disciplina europea e nazionale.

## Situazione attuale

Come tratteggiato nel citato "libro verde" – e precedentemente nel rapporto OCSE del 2020 - il contesto italiano mostra uno spiazzamento competitivo del mercato dei capitali rispetto ai mercati più dinamici dell'Unione Europea (a loro volta meno attivi rispetto a quelli nordamericani), con il rischio che l'economia italiana non possa beneficiare dell'adeguato sostegno di un mercato dei capitali domestico robusto e dinamico che accompagni gli attuali segni di ripresa.

Ci sono ritardi importanti del nostro sistema in termini di accesso e di burocratizzazione delle procedure che va assolutamente superato. Più in generale l'intera filiera di servizi forniti dimostra in quasi tutti i settori una "chiusura" all'ambito nazionale, che rende l'intero sistema sottodimensionato e meno attraente a livello europeo rispetto alle potenzialità del sistema industriale e finanziario nazionale.

Il solo comparto del mercato finanziario del reddito fisso, ed in particolare la parte riguardante i titoli pubblici è da sempre all'avanguardia in termini di efficienza, distribuzione internazionale (non solo in Europa) e competitività, avendo saputo tradurre nel tempo le esigenze di tutela del debito italiano con una proposta di modello operativo che ormai da decenni rappresenta un benchmark internazionale.

I servizi di post trading (custodia, settlement e clearing) seppure concentrati sulla piazza italiana non sono mai venuti meno alla propria funzione, regolando con efficienza ingenti volumi di transazioni e mai facendo venir meno la precisione in questi delicatissimi servizi. Bisogna ora agire con decisione verso il loro sviluppo nei servizi offerti e nell'espansione geografica di prodotti e clienti.

Il mercato equity si è nel tempo articolato in diversi ambienti di mercato per consentire l'accesso ai capitali da parte di aziende di ogni dimensione, dalle start-up e scale-up alle PMI fino ai leader globali che tramite la quotazione sul mercato domestico accedono a capitali internazionali. In particolare, la proposta per le PMI è riuscita ad attrarre in quotazione un numero crescente di imprese grazie ad un ambiente regolamentare equilibrato e più competitivo rispetto alla proposta dei mercati regolamentati, che soffrono per l'appesantimento delle procedure, l'onerosità complessiva dei servizi, unite ad una scarsa propensione alla quotazione da parte delle imprese di media dimensione dall'azionariato prevalentemente familiare. Poche società quotate e un limitato peso della capitalizzazione borsistica sul PIL domestico

rischiano di rendere sempre più marginale un'infrastruttura di mercato efficiente che potrebbe contribuire maggiormente alla crescita del Paese.

## Commento generale al Libro Verde e risultati della Task Force

Il nuovo gruppo proprietario (Euronext) e il management posto al governo delle diverse realtà operative fin dall'atto del loro insediamento hanno chiarito la volontà di mettere mano alle criticità del sistema, operando in linea con le direttive delle istituzioni italiane e non lesinando sugli investimenti. Dal canto suo il Ministero del tesoro ha operato con rapidità e chiarezza indicando, nel libro verde, gli aspetti negativi e i correttivi da porre nel breve.

I numerosi report che si sono susseguiti negli ultimi anni e più concretamente i riscontri che riceviamo da operatori di mercato sia domestici che da quelli internazionali, che lavorano su più piazze, evidenziano l'urgenza di intervenire con alcune misure, nel solco di una riforma strutturale del mercato domestico, che si ponga obiettivi ambiziosi di più lungo periodo.

Ci auspichiamo che i temi rappresentati nel libro verde, che vanno affrontati con urgenza abbiano presto un calendario/una roadmap di implementazione, sia che comportino modifiche normative, di regolamenti o di practice.

Un intervento immediato, coraggioso e ben comunicato darebbe un segnale concreto della volontà politica di intervenire su problemi noti da tempo e verrebbe percepito dalla comunità finanziaria come un primo insieme di iniziative, volte a realizzare una vera e propria riforma del mercato azionario italiano, a beneficio del sistema Italia.

La task force che ha lavorato al Libro Verde dovrebbe continuare lavorare in modo permanente per mettere a terra anno dopo anno, semestre dopo semestre misure concrete che chiudano progressivamente i gap esistenti. E anno dopo anno monitorare l'efficacia delle misure implementate, aggiornare l'ambizione in base all'evolversi della regolamentazione europea e della competitività di altre piazze e valutare su via continuativa ulteriori iniziative.

## Semplificazione processo di quotazione

Con l'obiettivo di facilitare l'accesso al mercato per le imprese italiane, ivi incluse le Piccole e Medie Imprese e aumentare le opportunità di investimento e la competitività dei mercati azionari italiani, Borsa Italiana, in tale contesto istituzionale, ha condiviso con l'industria e il ministero la necessità di ridefinire il processo di ammissione alla quotazione sui mercati regolamentati, la cui attuale disciplina è stata ritenuta maggiormente onerosa rispetto ad altri ordinamenti a discapito della competitività del mercato italiano.

I tempi ci sembrano maturi per andare in questa direzione ed intervenire con semplificazioni significative di alcuni aspetti e requisiti di quotazione previsti da Borsa Italiana ai fini dell'ammissione.

E' in corso di approfondimento l'eliminazione di alcuni documenti considerati eccessivamente gravosi o non più indispensabili, ai fini della tutela degli investitori e del corretto funzionamento del mercato. Facendo un confronto con altre piazze

europee abbiamo riscontrato che tali documenti non vengono acquisiti né dal gestore del mercato né dalle authority e tanto meno il gestore del mercato interviene nel dettagliare il contenuto e il formato che devono avere.

Facciamo riferimento in particolare a:

- Memorandum sul Controllo di Gestione, approvato dall'organo amministrativo che deve descrivere il contenuto del Sistema di Controllo di Gestione adottato dall'emittente e dalle principali società del relativo gruppo. La prassi dell'industria è ormai consolidata e ci sembra esaurita la funzione originale del documento introdotto circa 20 anni fa in un contesto di mercato più immaturo.
- I tempi sono senz'altro maturi per eliminare anche l'obbligo di depositare presso Borsa Italiana Budget e Piano Industriale relativi all'anno in corso e ai 2 anni successivi alla quotazione. Nella proposta condivisa, l'emittente continuerebbe ad inviare il Piano Industriale allo Sponsor, avvalendosi del supporto di una società di revisione.

Ove si consolidasse il consenso degli stakeholders del mercato e dell'authority sulle proposte di semplificazione, si tratterebbe di interventi facilmente ed immediatamente implementabili, che si tradurrebbero in una modifica dei Regolamenti di Borsa Italiana senza interventi su norme primarie o secondarie.

Va nella stessa direzione la consultazione avviata dalla CONSOB nel dicembre 2021, con riferimento ai tempi di autorizzazione del prospetto e della modalità di interazione con l'authority.

La certezza nei tempi di approvazione può fare la differenza nel cogliere le finestre di mercato e nel concludere con successo un'IPO, ma anche gli aumenti di capitale effettuati dalle aziende già quotate, che non godono del time to market proposto da altre giurisdizioni.

Gli operatori di mercato spesso lamentano una eccessiva lentezza dei procedimenti amministrativi e un approccio di vigilanza, anche regolamentare, legato a logiche di prudenza non giustificate da esigenze concrete di tutela. La causa di tale approccio prudenziale è stata più volte individuata nell'elevato rischio di contenzioso, che riguarda l'autorità di settore a causa di un regime legale di responsabilità penalizzante rispetto ad altre autorità e a causa della nota lentezza dei processi in Italia e della corrispondente incertezza operativa.

Assicurare all'autorità una statutory immunity, ossia considerare responsabile il personale dipendente solo nei casi di mala fede, può rappresentare un punto di svolta nell'operatività della Commissione, liberando energie professionali da canalizzare a vantaggio del Paese e in allineamento con i modelli delle altre giurisdizioni.

Nel contesto della semplificazione dell'accesso alla Borsa meritano un'attenzione particolare i passaggi di mercato dal mercato di crescita per le PMI al mercato regolamentato. Il tema merita senz'altro ulteriori approfondimenti, visto il ruolo che stanno assumendo i Mercati di Crescita nel facilitare l'accesso al mercato di scale up,

PMI ma anche di società di maggiori dimensioni, che cercano un approccio graduale con i mercati.

Occorre inoltre continuare a lavorare sui temi di gold-plating che hanno impatto sulla vita delle società quotate, mappare in modo strutturato ed esaustivo tutte le misure introdotte negli anni, da leggi, regolamenti, guide e practice e interrogarci su via continuativa se vadano nella direzione di garantire un buon funzionamento e la competitività del mercato o se siano un aggravio burocratico non necessario o pensato per gestire situazioni patologiche.

Condividiamo molte delle proposte fatte dal Libro Verde, che hanno l'obiettivo di limitare il gold-plating introdotto nel tempo sul mercato italiano e ha che ha portato ad un livello di compliance richiesto delle società italiane, che risulta nel suo insieme più invasivo/burocratico rispetto a quanto richiesto in altre giurisdizioni.

Riteniamo opportuno intervenire rapidamente su alcune misure segnalate dai partecipanti al mercato, ad esempio in tema di market abuse e di normativa sui titoli diffusi.

La semplificazione dell'accesso e permanenza sul mercato viene trattata anche su tavoli europei ed il gruppo Euronext ha appena contribuito alla consultazione pubblica in corso volta ad indentificare (e rimuovere) gli ostacoli normativi alla quotazione delle società. L'iniziativa della Commissione Ue si inserisce nel nuovo action plan per la creazione dell'unione dei mercati dei capitali (Capital Market Union) che si propone, tra i suoi principali obiettivi, quello di garantire alle imprese, e in particolare alle PMI, un più rapido e semplificato ingresso in borsa.

Ci auspichiamo vengano introdotte semplificazioni significative nella disciplina europea, ma nell'attesa che questo avvenga è importante intervenire sui temi che si possono affrontare a livello domestico ed in particolare dove siamo andati oltre le direttive europee, introducendo livelli di gold-plating.

In conclusione, se saremo in grado di proporre alle società italiane e potenzialmente straniere un processo di quotazione competitivo ed una permanenza sul listino "*company friendly*", avremo un sicuro impatto nella scelta di quotarsi in Italia rispetto ad altre piazze europee ed extra-europee.

Nel passato le società italiane hanno scelto in modo naturale la piazza italiana, ma non è più così, dobbiamo fare uno sforzo comune per togliere gli ostacoli dal loro percorso, avendo come riferimento le piazze più competitive che hanno trovato e/o sono alla ricerca continua del giusto equilibrio tra la necessità di garantire un facile accesso al mercato per le imprese e al contempo la tutela degli investitori.

Da ultimo, la fiscalità non è stata oggetto di approfondimento nel contesto del Libro Verde, ma vale la pena ricordarne l'efficacia. È importante utilizzare la leva fiscale per incentivare in modo strutturale l'accesso al mercato dei capitali, confermando gli incentivi che si sono dimostrati efficaci ed introducendone di nuovi, anche prendendo spunto da altre giurisdizioni.

In particolare, sono stati prorogati per il 2022 i crediti di imposta sui costi di quotazione per le PMI introdotti a partire dal 2018, ma in misura ridotta. Ove siano

ritenuti efficaci ad incoraggiare l'accesso al mercato da parte delle PMI, riteniamo valga la pena valutare la possibilità di renderli strutturali.

## Investitori domestici

Abbiamo seguito con interesse i lavori fatti dalla task force sul tema della partecipazione degli investitori locali ai mercati domestici.

La componente di investitori istituzionali internazionali sui nostri mercati è di gran lunga prevalente, ma per le società di minore dimensione è più complesso attrarre questi flussi. Per queste imprese il numero di investitori è limitato ed in molti casi si tratta di investitori generalisti, che allocano una porzione limitata del portafoglio alle PMI. Per le PMI / scale up che operano in settori innovativi il problema si amplifica.

Per queste società occorrono capitali pazienti, prossimità territoriale e strategie di investimento coerenti con le dinamiche delle small&mid cap.

Riteniamo importante che le misure proposte dal libro verde ottengano questo risultato e invitiamo i partecipanti al tavolo a monitorarne con attenzione l'efficacia. Intervenire sulla carenza di investitori domestici e sul conseguente gap valutativo è fondamentale per attrarre in quotazione le società che operano in settori innovativi siano di piccola o grande capitalizzazione.

## Strumenti obbligazionari e dematerializzazione delle quote di SRL

I correttivi delineati riguardano gli strumenti azionari ma l'impegno istituzionale deve investire anche le emissioni di titoli obbligazionari sia per le piccole imprese che per le grandi. Per le prime, a nostro avviso è cruciale, soprattutto nell'attuale contingenza, aumentare la consapevolezza che in ottica di cultura d'impresa il minibond se quotato ha una sua ragione differenziale rispetto ai prestiti, come primo step verso i mercati dei capitali. Ciò anche per l'emergere di forme di sostegno pubbliche associate a queste emissioni e in considerazione della rilevanza delle tematiche ESG. Su questo Borsa Italiana si è da sempre impegnata in prima linea con prodotti dedicati alle piccole imprese (vedi ExtraMOT). La Task Force deve dedicarsi nella fase 2 anche alle semplificazioni e razionalizzazioni occorrenti a rilanciare il mercato obbligazionario italiano.

Per quanto riguarda le emissioni delle grandi imprese italiane destinate ad investitori istituzionali sul mercato europeo, si osserva che esse sono state tradizionalmente collocate ed emesse nel mercato internazionale piuttosto che su quello domestico in conseguenza di *legacy/historical reasons*. . Queste emissioni avvengono infatti su mercati di quotazione esteri per ragioni essenzialmente di *time to market* (ossia in giurisdizioni in grado di assicurare emissioni in tempi rapidi e certi).

Tale prassi di mercato include anche ulteriori elementi, che a nostro parere generano inefficienza, connessi al regime di forma e circolazione di questo tipo di emissioni che vengono inizialmente depositate in forma cartolare su CSD internazionali in qualità di *issuer CSD* anziché presso Euronext Securities – Milan in forma dematerializzata,



con complessità e costi certamente maggiori, specie negli aspetti documentali necessari al perfezionamento dell'emissione, e contro tendenza rispetto alla semplificazione e digitalizzazione dei mercati finanziari.

Tale prassi relativa alla forma e circolazione, è originariamente riconducibile a prassi relative alla scelta della legge inglese quale legge regolatrice del regolamento del prestito obbligazionario in un contesto precedente la Brexit, e oggi non più attuale. L'emissione in forma cartolare ormai per una sorta di vischiosità del sistema, è ancora utilizzata da alcuni emittenti italiani anche a seguito del progressivo abbandono della scelta della legge inglese, a favore di quella Italiana. Gli operatori hanno infatti consolidato gli standard operativi e una modifica di rotta, per quanto economicamente conveniente, necessiterebbe di un supporto e approfondimento da parte delle istituzioni finalizzato a valorizzare l'utilizzo della forma dematerializzata quale *best practice* di mercato

L'accentramento in forma dematerializzata anche di questo tipo di emissioni risponde a esigenze di economicità dei processi e semplificazione amministrativa oltre che una esigenza di competitività delle infrastrutture italiane e consentirebbe in ogni caso agli emittenti di collocare titoli presso investitori internazionali grazie all'armonizzazione normativa e operativa che caratterizza ad oggi il mercato dei servizi di post-trading europeo. L'esteroinvestizione, comportando l'intervento di un maggior numero di soggetti, nonché, come sopra detto, complessità in termini di perfezionamento della documentazione dell'emissione, è infatti costosa nel lungo periodo per il sistema. Essa contribuisce inoltre a creare un'errata percezione del rischio – paese, con conseguenze negative su tutta la filiera del ricorso al mercato dei capitali da parte delle imprese nazionali.

Una valorizzazione dell'efficienza delle infrastrutture di post trading italiane quali precursori dell'emissione di strumenti finanziari in forma totalmente scritturale e fattori di servizi sempre più digitalizzati a costi competitivi rispetto al mercato europeo, avrebbe pertanto notevoli benefici sistemici.

In tal senso si colloca anche l'auspicio che la proposta – contenuta nel libro verde - di consentire la dematerializzazione di quote di SRL- PMI trovi realizzazione nel breve termine.

L'intervenuta apertura del legislatore verso l'offerta pubblica di quote di PMI-SRL, anche attraverso i portali di crowdfunding, necessita di essere supportata da infrastrutture analoghe a quelle che servono ad oggi il mercato dei capitali e dei valori mobiliari. Ciò in un'ottica di piena inclusione di questi nuovi canali di finanziamento nel mercato dei capitali e in coerenza con gli obiettivi di trasformazione digitale della filiera e della capital markets union. Come evidenziato infra, l'utilizzo dell'attuale architettura di mercato, che implica la dematerializzazione, facilitando la circolazione delle quote di SRL – PMI, potrebbe supportare la creazione di un mercato secondario, grazie alla più agevole trasferibilità e disponibilità dell'investimento, anche in termini di liquidabilità (exit) da parte dell'investitore.

Si noti peraltro come la presente proposta si collochi – come si dirà infra - nel solco di un'ipotesi ermeneutica, presente in dottrina e fortemente auspicata dagli operatori

economici, già desumibile dall'attuale contesto normativo e che dunque attende solo un espresso riconoscimento da parte del legislatore. La qualificazione quale valore mobiliare rappresenta infatti il punto di arrivo di un processo ormai quasi ventennale (iniziato con la cosiddetta "Riforma Vietti") di progressiva trasformazione della società a responsabilità limitata che ha comportato, a determinate condizioni, il progressivo superamento degli originari limiti codicistici di cui all'art. 2468 c.c. alla trasferibilità, negoziabilità ed attitudine a costituire oggetto di offerta al pubblico delle quote di PMI-S.r.l..

## 1. Contesto di analisi

A seguito di istanze e rilievi pervenuti da parte di operatori di mercato relativamente a costi e formalità per la circolazione delle quote di partecipazione di S.r.l. – PMI, è stata avviata da Euronext Securities Milano un'analisi in merito alla possibilità di emettere tali quote in forma dematerializzata in gestione accentrata, assoggettandole alla disciplina del Testo Unico della Finanza (TUF).

Tali soggetti hanno rappresentato l'auspicio che le summenzionate quote possano essere gestite con maggiore certezza giuridica e minore onerosità, sia in fase di emissione che di successiva circolazione, attraverso la dematerializzazione delle stesse, in ottemperanza al regime previsto dagli articoli 83 e seguenti del TUF. Ciò al fine di indirizzare alcune criticità in termini di costi e complessità connesse al regime ordinario previsto dall'art. 2470 del codice civile e a quello previsto dall'articolo 100-ter del TUF.

Conseguentemente, Euronext securities Milano ha avviato uno studio di fattibilità legale ("Studio di fattibilità in relazione alla possibilità di assoggettare alla disciplina della gestione accentrata in regime di dematerializzazione i titoli rappresentativi del capitale sociale (quote) di piccole e medie imprese (PMI) italiane costituite in forma di società a responsabilità limitata", al fine di analizzare la possibilità di applicare alle quote di S.r.l.-PMI il regime di dematerializzazione.

Quanto alle criticità rilevate, per quanto riguarda il regime civilistico, è stato rilevato che lo stesso risulta ad oggi essere inadeguato rispetto al nuovo modello della "S.r.l. aperta" che si è configurato a seguito dell'evoluzione normativa che ha caratterizzato dapprima S.r.l. start-up innovative e, successivamente, tutte le PMI, concedendo alle stesse di aprirsi al mercato attraverso una serie di possibilità in precedenza riservate al modello azionario, anche tramite deroghe alla disciplina civilistica del tipo societario S.r.l.

Nel corso dell'analisi è stato evidenziato che, a differenza di quanto previsto per i titoli di debito di S.r.l., che beneficiano della dematerializzazione, i costi e le complessità connessi al regime di ordinario di circolazione delle quote disincentivano l'ingresso di nuovi investitori. In ultima analisi, ad essere ostacolato è il processo di crescita delle società, processo che al contrario il legislatore ha negli ultimi anni inteso incentivare, in particolare attraverso il ruolo degli investimenti finanziari dei privati, anche tramite i recenti interventi attributivi di agevolazioni fiscali. Ciò risulta evidente anche e soprattutto in una fase successiva all'eventuale raccolta di capitali effettuata



su portali online (c.d. "di equity crowdfunding"), specie nel caso in cui, ad esito della campagna, la società si trovi ad avere un elevato numero di soci.

Come noto, il regime di circolazione ordinario comporta il deposito dell'atto di trasferimento presso il registro delle imprese, con sottoscrizione autenticata a cura del notaio o da altro soggetto abilitato, comportando oneri burocratici inefficienti e costi eccessivi, specie se paragonati al valore degli investimenti. Il tema dei costi eccessivi in caso di cessione della quota è peraltro confermato dal 5° Report italiano sul CrowdInvesting del Politecnico di Milano.

Sulla base di dati forniti dal Politecnico di Milano, i costi complessivi riconducibili al trasferimento di quote per un valore pari a 2000 euro si attestano su un valore medio pari a 800 euro, in caso il deposito dell'atto di trasferimento avvenga a cura di un intermediario abilitato ai sensi dell'art. 31, comma 2-quater, della legge 24 novembre 2000, n. 340 e pari a 1000 euro in caso tale deposito venga effettuato da un notaio. Si consideri che il valore medio dell'investimento per gli investitori "persone fisiche" è di € 3.222, mentre corrisponde ad € 20.000 per le persone giuridiche; si consideri inoltre che più del 50% degli investimenti da persone fisiche è inferiore a € 1.000 .

Alcune complessità attualmente esistenti riguardano poi l'ingresso di nuovi soci. In particolare, sono state segnalate criticità in merito alla capacità per le Camere di Commercio di gestire registri delle imprese in relazione a società che abbiano più di mille soci, aspetto che peraltro differisce tra le varie Camere di Commercio italiane. Ciò costituisce chiaramente un limite per le società che raccolgono capitale sui portali online , le quali, a seguito delle offerte aperte al pubblico indistinto, possono arrivare ad avere più di 2000 soci. L'utilizzo del regime di dematerializzazione, fungerebbe da facilitatore del processo di raccolta e di ingresso di nuovi soci, al contempo mantenendo invariato il ruolo di tutela degli investitori svolto dai portali.

E' stata inoltre evidenziata l'assenza di uniformità da parte dei registri delle imprese in merito alla modalità di gestione delle diverse categorie di quote fornite di diritti diversi, non consentendo quindi alle PMI l'utilizzo efficiente degli strumenti di governance introdotti dal legislatore in deroga alla disciplina civilistica delle S.r.l e finalizzati a favorire il reperimento di capitali strumentali allo sviluppo. Ciò comporta talvolta per le società oneri aggiuntivi consistenti nella necessità di tracciare internamente le categorie di quote e i relativi soci.

Come anticipato, attraverso la dematerializzazione delle quote, risulterebbero agevolati non solo il trasferimento delle quote ai fini dell'exit e dell'ingresso di nuovi investitori o, più in generale, il trasferimento della proprietà delle quote a vario titolo. Difatti si configurerebbe anche la possibilità per la società di emettere e gestire in modo efficiente diverse categorie di quote, le quali verrebbero registrate sui conti del depositario centrale con distinti codici ISIN, nonché l'esercizio di tutti i diritti patrimoniali e amministrativi connessi a ciascuna categoria, così consentendo una gestione più efficiente degli strumenti di governance che il legislatore ha progressivamente introdotto a supporto della crescita delle S.r.l.-PMI. Ciò risponde ad una concreta esigenza delle S.r.l.-PMI: come riportato nel 5° Report italiano sul CrowdInvesting del Politecnico di Milano, risulta ulteriormente consolidata la prassi

di offrire titoli con diritti simili o differenziati rispetto a quelli dei fondatori, in funzione dell'ammontare dell'investimento.

In aggiunta si sottolinea che l'Agenzia delle Entrate ha qualificato le quote di SRL oggetto di offerta al pubblico anche tramite piattaforme di equity crowdfunding, quali strumenti finanziari che possono essere inseriti tra gli investimenti qualificati di un Piano di Risparmio a lungo termine (PIR), considerandole pertanto attività finanziarie idonee ai fini della non imponibilità delle imposte sui redditi da proventi di natura finanziaria derivanti dagli investimenti operati tramite i piani individuali di risparmio a lungo termine. Nel corso dell'analisi, alcuni interlocutori (S.g.r e gestori patrimoniali) hanno evidenziato come la dematerializzazione delle quote sia uno strumento essenziale per consentire, attraverso l'assegnazione alla quota del codice ISIN e la detenzione della stessa da parte dell'investitore sul proprio dossier titoli, una gestione più agevole del minimum holding period necessario al fine di consentire all'investitore di fruire dei suddetti benefici fiscali, agevolando pertanto l'inserimento delle quote di S.r.l-PMI nei PIR.

Quanto al regime di circolazione alternativo previsto all'articolo 100-ter del TUF, è stato rilevato da alcuni gestori di portali di equity crowdfunding come questo, pur consentendo una forma di circolazione scritturale con costi inferiori rispetto a quelli connessi alla circolazione ex art. 2470, co. 2 cod. civ., non trasferisca al mercato concreti benefici.

La ragione di ciò sarebbe da rinvenirsi nei limiti intrinseci a tale regime, il quale comporta la circolazione delle sole quote - rispetto alle quali l'investitore abbia scelto tale modalità - sui conti del medesimo intermediario autorizzato, e pertanto la necessità per tutti gli investitori di intrattenere un rapporto di conto con il medesimo intermediario, senza la possibilità di trasferire le quote tra investitori che abbiano un conto presso diversi intermediari. Ciò preclude all'investitore di utilizzare per il trasferimento delle quote semplicemente il dossier titoli che detiene presso la propria banca e comporta la necessità per lo stesso di aderire ai servizi dell'intermediario autorizzato con cui, verosimilmente, l'investitore non intrattiene rapporti per altre finalità (essendo l'attività di intermediario autorizzato ai sensi del 100-ter del TUF di fatto svolta da un unico intermediario in Italia). Ciò inoltre comporta la conseguente necessità di sottoscrivere l'intero framework contrattuale dell'intermediario e di effettuare il processo di profilazione del cliente e "know your customer" da parte dell'intermediario autorizzato. In tal senso si noti ancora una volta che in media il 73,12% degli investimenti per il tramite di portali online è effettuato da persone fisiche, il che fornisce un'idea delle complessità esistenti sia per questa tipologia di investitori che per l'attività di KYC dell'intermediario autorizzato.

Al contrario, la dematerializzazione consente al titolare degli strumenti finanziari di disporre attraverso un'istruzione alla banca presso cui detiene l'ordinario dossier titoli. In tal modo l'investitore può trasferire strumenti finanziari anche tra soggetti che non detengono un conto presso la stessa banca e quindi tra tutti gli intermediari che detengono, direttamente o indirettamente, un conto titoli presso il depositario centrale. È chiaro come ciò possa altresì supportare lo sviluppo di un mercato cross-border, in linea con gli obiettivi del Regolamento Europeo 1503/2020 sul

Crowdfunding, oltre che l'ingresso di investitori "professionali" ovvero di fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo, incubatori di start-up innovative, business angels, e fondi (anche in linea con i requisiti relativi alle quote minime di investimento da parti di tali soggetti ai sensi della disciplina del crowdfunding, ma non solo) per i quali la dematerializzazione costituisce la market practice per la detenzione di tutti gli investimenti in valori mobiliari.

Si noti infine che, sebbene il regime alternativo (intestazione intermediata ex art. 100-ter del TUF) non risulti preponderante (solo il 4,91% delle campagne tramite portali online), stanti i suddetti limiti connotati allo stesso sopra descritti, dall'analisi delle bacheche elettroniche di alcuni portali emerge come all'utilizzo della circolazione in forma scritturale in tale regime corrisponda un maggiore incremento medio della valutazione della quota; si ritiene che tale dato sia altresì indicativo dell'apprezzamento da parte del mercato dei vantaggi connessi a modalità di circolazione scritturale più agevoli e con minori costi, vantaggi che risulterebbero ancora maggiori attraverso la dematerializzazione, per i motivi sopra riportati. Appare pertanto ragionevole pensare che la dematerializzazione delle quote ex artt. 83-bis e segg. del TUF possa avere un impatto positivo anche in termini di apprezzamento del valore della quota.

Alcuni gestori di portali online hanno evidenziato che la dematerializzazione delle quote di S.r.l.-PMI potrebbe supportare anche il sistema delle bacheche di cui all'art. 25-bis del Regolamento Consob 18592/2013 (Regolamento Crowdfunding), ancora sporadicamente utilizzato, come dimostrato dal fatto che solo tre operatori sono attualmente autorizzati da Consob ad operare in tal senso, nonché dai dati del Politecnico di Milano.

L'utilizzo sempre più frequente da parte di organizzazioni di investitori privati di modalità di investimento congiunto tramite società fiduciarie - oltre 9 milioni di Euro al 29 marzo 2021 - o veicoli di investimento, evidenzia la necessità degli investitori di trovare una soluzione alle complessità operative e burocratiche, nonché ai relativi costi connessi con la modalità ordinaria di sottoscrizione, trasferimento di quote e gestione delle operazioni societarie intrinseche al sistema vigente. La necessità di ridurre il peso degli oneri giuridici (ad es. atto redatto da pubblico ufficiale) e fiscali connessi con la cessione delle quote sta aprendo la strada allo sviluppo di servizi fiduciari che non rispondono ad altro obiettivo che quello della dematerializzazione delle quote.

Dal confronto con diverse associazioni rappresentative di PMI innovative e gli studi legali che le supportano, è emerso che la dematerializzazione delle quote agevolerebbe alcuni meccanismi introdotti dal legislatore (attraverso le deroghe dal divieto di compiere operazioni sulle proprie partecipazioni applicabili alle S.r.l.-PMI) tipicamente utilizzati dalle società in fase di start-up per finanziare la propria crescita - come il work for equity - e quindi la remunerazione dei professionisti che prestano la loro opera in cambio dell'assegnazione di speciali categorie di quote (spesso prive di diritti amministrativi) ovvero piani remunerazione incentivante nei confronti di dipendenti e amministratori; in questo modo verrebbe altresì stimolata la partecipazione attiva di tali soggetti al progetto di crescita della società.

Analogamente, attraverso la dematerializzazione sarebbe facilitato il trasferimento delle quote derivante dall'esercizio delle clausole di drag along e tag along tipiche della governance delle start-up, oltre al diritto di recesso; sul punto, si sottolinea che Euronext Securities Milano può gestire anche strumenti finanziari non liberamente trasferibili mantenendone specifica evidenza.

In generale, nel corso dell'analisi è stato evidenziato come la standardizzazione delle quote finalizzata ad una successiva dematerializzazione possa costituire un primo passo verso la costruzione di una cultura d'impresa orientata sin da subito alla crescita ed alla differenziazione delle modalità di raccolta dei capitali oltre che all'eventuale quotazione. Si indurrebbe a catena la definizione di modelli tipizzati di term sheet, di patto parasociale e statuto, riequilibrando gli interessi dei soci fondatori con quello dei soci di minoranza (investitori, collaboratori e dipendenti). L'obiettivo sarebbe non solo favorire l'entrata, ma anche l'uscita dal capitale sociale (a prescindere dalla quotazione). Poiché la remuneratività dell'investimento per i soci di minoranza delle start-up e PMI innovative è direttamente connessa all'aumento del valore della quota, deve favorirsi la trasferibilità delle stesse in occasione non solo dei vari round di investimento, ma durante tutto il ciclo di vita della società. Questa possibilità è raggiungibile solo ove vi siano strumenti che favoriscano lo scambio effettivo di informazioni tra emittente e soci ed in particolare tra soci fondatori e minoranza, ben oltre l'assemblea di approvazione del bilancio, scambio che può essere certamente semplificato tramite dematerializzazione. Tali meccanismi sono peraltro facilitati dalle operatività del depositario centrale, le quali consentono che i diritti siano codificati ed esercitabili in modo semplice. Considerato che sempre più spesso la valorizzazione delle aziende dipende in primo luogo dalla valorizzazione degli asset intangibili e del team di lavoro, sarebbe importante che gli investitori e i dipendenti remunerati con strumenti di equity possano poter facilmente comprendere l'aumento di valore delle proprie quote e poterle agevolmente trasferire prima e dopo eventuali round di investimento.

Il fatto che, ad esito dell'offerta al pubblico tramite portali online le quote vengano emesse e contestualmente accentrate direttamente presso Euronext Securities Milan in forma dematerializzata, costituisce a parere di alcuni gestori di portali, un elemento indicativo di valorizzazione dell'operazione, oltre che una semplificazione operativa e procedurale a beneficio sia dell'emittente che dell'investitore.

Al fine di quantificare concretamente il fenomeno e comprendere l'opportunità che potrebbe derivare dalla dematerializzazione delle quote, sembra doveroso sottolineare che la S.r.l. costituisce il modello societario in assoluto più diffuso nell'ordinamento italiano. In particolare, restringendo il campo alle sole PMI, oggetto della presente, il modello in questione viene adottato dall' 94,90% delle PMI e più specificamente dal 98,35% delle start-up innovative.

Si consideri che i dati forniti dal Politecnico di Milano mostrano chiaramente che, alla data del 28 aprile 2021, in Italia erano attive 414.819 S.r.l.-PMI di cui 12.007 Start-up innovative e 1.532 PMI innovative.

La dematerializzazione delle quote per le ragioni sopra esposte, consentendo un più semplice accesso e gestione degli investimenti, rappresenterebbe un beneficio

importante per il tessuto imprenditoriale italiano, del tutto in linea con le finalità rappresentate dalla Commissione Europea con il piano Capital Market Union che si propone, tra l'altro, di incentivare e promuovere l'accesso al finanziamento privato secondo modalità alternative rispetto al ricorso al finanziamento bancario.

La possibilità di dematerializzare le quote di SRL - PMI, oltre ad incontrare il benessere di svariati operatori del mercato, comporterebbe un rafforzamento delle garanzie e delle tutele per gli investitori e rappresenterebbe uno strumento a supporto della crescita delle PMI attraverso l'accesso al mercato dei capitali.

Si sottolinea altresì che, la dematerializzazione delle quote di S.r.l. -PMI potrebbe essere realizzata senza particolari interventi di carattere operativo, essendo la gestione delle quote assimilabile alla gestione di tutti i valori mobiliari attualmente gestiti da Euronext Securities Milano.

Dal punto di vista giuridico, come emerso dallo Studio di Fattibilità, considerato quanto disposto all'art. 83-bis co. 1, 1-bis e 3 TUF, in tema di dematerializzazione presso un depositario centrale, si ritiene che la questione in oggetto debba essere inquadrata a partire dalla definizione di valori mobiliari di cui all'articolo 1, comma 1-bis del TUF.

A tal fine è necessario evidenziare che le quote di S.r.l.-PMI possederebbero le caratteristiche fondamentali comuni a tutti i valori mobiliari, ovverosia la negoziabilità, la standardizzazione e la destinazione al mercato dei capitali, in conseguenza delle modifiche al tipo sociale S.r.l. introdotte con l'art. 26 D. L. n. 179/2012, riguardanti dapprima le sole start-up innovative, poi estese alle PMI innovative con D. L. n. 3/2015 ed infine a tutte le PMI con D.L. n. 50/2017.

Non si ritiene che le menzionate quote possano essere escluse dal novero dei valori mobiliari a causa dei riferimenti, da parte dell'articolo 1 comma 1-bis del TUF, alle "azioni" e a "titoli equivalenti", considerato che tale norma è il frutto della trasposizione nell'ordinamento italiano dell'art. 4, paragrafo 1, punto 44 della Direttiva UE 2014/65/UE e che il legislatore europeo non conosce della categoria giuridica dei titoli di credito. Sicché il disposto "shares and other securities equivalent to shares" potrebbe ben ricomprendere le quote di S.r.l.-PMI che presentino le caratteristiche dei valori mobiliari prima menzionate.

Peraltro, non è messa in dubbio l'estraneità delle quote di S.r.l.-PMI rispetto alla disciplina dei titoli di credito. Si ritiene infatti che l'eventuale applicazione delle norme sulla dematerializzazione non comporti la qualificazione delle quote quali titoli di credito. Non sembra peraltro che siffatta circostanza possa essere ritenuta ostativa alla riconducibilità delle stesse quote al novero dei valori mobiliari, considerando che il legislatore, già con l'art. 28 D. Lgs n. 231/1998, nel delineare l'originaria disciplina della dematerializzazione, prevedeva come gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati non potessero essere rappresentati da titoli, ai sensi e per gli effetti della disciplina di cui al Titolo V, Libro IV, del codice civile.

In merito alla sussistenza del divieto di rappresentare quote con azioni, espresso all'art. 2468 cod. civ., si ritiene che tale divieto debba essere interpretato come

divieto di costituire società a responsabilità limitata il cui capitale sia rappresentato da partecipazioni dal nomen "azioni", ciò in considerazione della differenza tra tipo societario S.p.a. e S.r.l. in termini di governance e conseguenti tutele per gli investitori. Diversamente, le quote di S.r.l.-PMI pur presentando caratteri comuni a tutti i valori mobiliari, rappresentano un unicum introdotto dal legislatore, che si differenzia sia dalla quota di S.r.l. tradizionale, che dall'azione. Sicché il concetto di "equivalenza" menzionato all'art. 4, paragrafo 1, punto 44 e all'art. 1 comma 1-bis del TUF, andrebbe declinato unicamente in riferimento ai caratteri tipici dei valori mobiliari, nella presente già rappresentati.

Quanto alla compatibilità tra l'applicazione di tale disciplina e l'esigenza di pubblicità e trasparenza dalla compagine sociale, che per la S.r.l. tradizionale sarebbero garantite dall'obbligo di autenticazione e conseguente deposito al competente ufficio del Registro Imprese dell'atto di trasferimento della quota ex art. 2470 co. 2 cod. civ., nonché dalle certificazioni rilasciate da parte dell'intermediario autorizzato ai sensi dell'articolo 100-ter TUF, si ritiene che tali esigenze possano essere indirizzate attraverso la disciplina e l'operatività della dematerializzazione. Difatti, se tali quote fossero ricondotte all'alveo dei valori mobiliari, in luogo del menzionato meccanismo civilistico si applicherebbero le norme previste dal TUF, incluso l'art. 83-undecies TUF, fatti salvi alcuni aggiustamenti alla disciplina relativa al libro soci che sono stati già portati all'attenzione della Task Force e a cui si rinvia.