



*Consiglio Nazionale
dell'Economia e del Lavoro*

L'ASSEMBLEA

(seduta dell'8 giugno 2023)

VISTO l'art. 99 della Costituzione;

VISTA la legge speciale 30 dicembre 1986, n. 936, recante *"Norme sul Consiglio Nazionale dell'Economia e del Lavoro"* e successive modifiche e integrazioni;

VISTA la legge 24 dicembre 2012, n. 234, recante *"Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione Europea"*;

VISTO, in particolare, l'articolo 6 della citata legge n. 234/2012, rubricato *"Partecipazione del Parlamento al processo di formazione degli atti dell'Unione Europea"*;

VISTO, altresì, l'articolo 28 della medesima legge n. 234/2012, rubricato *"Partecipazione delle parti sociali e delle categorie produttive alle decisioni relative alla formazione di atti dell'Unione Europea"*, il quale, al comma 2, prevede quanto segue: *"Il Presidente del Consiglio dei Ministri o il Ministro per gli affari Europei trasmette al Consiglio nazionale dell'economia e del lavoro (CNEL) i progetti e gli atti di cui all'articolo 6, riguardanti materie di particolare interesse economico e sociale. Il CNEL può far pervenire alle Camere e al Governo le valutazioni e i contributi che ritiene opportuni, ai sensi degli articoli 10 e 12 della legge 30 dicembre 1986, n. 936. A tale fine, il CNEL può istituire, secondo le norme del proprio ordinamento, uno o più comitati per l'esame degli atti dell'Unione Europea"*;

VISTO il Regolamento degli organi, dell'organizzazione e delle procedure, approvato dall'Assemblea del CNEL il 17 luglio 2019;

VISTA la determina prot. n. 376 del 24/2/2021, con la quale è stato istituito il Comitato per l'esame degli atti dell'Unione Europea nella fase ascendente, ai sensi del predetto articolo 28 della legge n. 234/2012;

VISTO l'Atto (UE) COM (2022) 760 final, *Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE per rendere i mercati pubblici dei*

capitali nell'Unione più attraenti per le imprese e per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, e che abroga la direttiva 2001/34/CE;

VISTI i verbali delle sedute del 17 aprile e del 22 maggio 2023 del Comitato per l'esame degli atti dell'Unione Europea nella fase ascendente;

VISTO l'elaborato degli Uffici istruttori del CNEL, redatto sulla base delle osservazioni prodotte dal Comitato di cui al capoverso precedente;

CONSIDERATO che il CESE UE ha espresso sulla proposta in esame il parere ECO/602-EESC-2022-05409-00-00-AC;

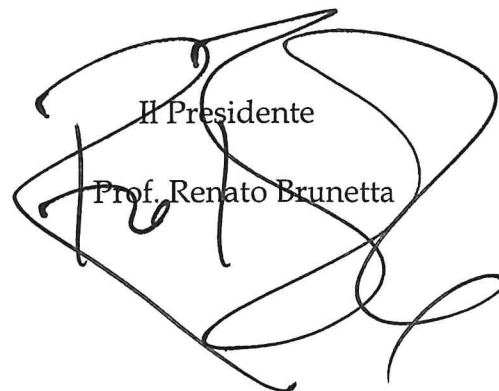
RITENUTO di trasmettere alle Camere e al Governo proprie valutazioni e contributi in merito al predetto Atto (UE) COM (2022) 760 *final*;

UDITO il relatore del Comitato per l'esame degli atti UE di cui all'art. 28 della legge n. 234/2012, Cons. Giorgio Merletti;

APPROVA

l'unito Parere in merito all' Atto (UE) COM (2022) 760 final, Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le imprese e per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, e che abroga la direttiva 2001/34/CE.

Il Presidente
Prof. Renato Brunetta



Sintesi dell'Atto UE

L'atto in esame si inserisce nel pacchetto di proposte presentate dalla Commissione il 7 dicembre 2022, a integrazione delle quattro proposte legislative pubblicate il 25 novembre 2021, in linea con il Piano d'azione del 2020 e le relative conclusioni del Consiglio, con l'obiettivo di favorire la completa realizzazione dell'Unione del Mercato dei Capitali, essenziale per garantire la crescita economica e la competitività dell'Unione Europea.

La proposta di Direttiva COM (2022) 760 *final* interviene, nello specifico, sulle norme in materia di quotazione per le imprese, in particolare le piccole e medie imprese (PMI), al fine di ridurre gli oneri amministrativi e burocratici e rendere più facile la quotazione delle imprese dell'UE sui mercati pubblici dei capitali, ed è accompagnata da altre due proposte legislative:

- una proposta di regolamento che interviene sia sulla fase di quotazione, modificando il Regolamento sul Prospetto (Regolamento UE 2017/1129) che in quella di permanenza sul mercato, modificando il Regolamento sugli Abusi di mercato ("MAR" - Regolamento UE 596/2014);
- una proposta di direttiva sulle strutture con azioni a voto plurimo, volta ad affrontare gli ostacoli normativi che emergono nella fase precedente all'IPO (*Initial public offering*) e, in particolare, la disparità di opportunità a disposizione delle imprese di tutta l'UE nella scelta di strutture di governance appropriate al momento della quotazione.

Nel dettaglio, la proposta legislativa in esame è volta a modificare la direttiva 2014/65/UE ("Mifid II") e ad abrogare la 2001/34/CE ("*Listing directive*").

Le modifiche della MiFID II proposte dalla Commissione intervengono su diversi fronti.

Preliminarmente esse sono volte a facilitare lo sviluppo e la prestazione di servizi di ricerca in materia di investimenti sulle imprese, con particolare riguardo per quelle a bassa e media capitalizzazione, e a incentivare ulteriormente l'attrattiva del regime dei mercati di crescita per le PMI al fine di agevolare, in ultima analisi, l'accesso delle imprese a bassa e media capitalizzazione ai mercati dei capitali.

Le società quotate, in particolare le PMI, devono manifestarsi agli eventuali investitori: l'attuale basso livello di ricerca in materia di investimenti in relazione a tali emittenti, dovuto a molti fattori di base, porta alla loro scarsa visibilità e a un ridotto interesse da parte degli investitori, limitando ulteriormente la liquidità per le società già quotate

Nel merito, la proposta innalza la soglia di capitalizzazione di mercato delle imprese a bassa e media capitalizzazione al di sotto della quale sarebbe possibile riaggregare le commissioni di esecuzione delle negoziazioni e le commissioni di ricerca.

Sebbene le norme sulla disaggregazione (ai sensi della MiFID II e della direttiva delegata

(UE) 2017/593 della Commissione) fossero concepite per spezzare il legame tra le commissioni di intermediazione e la ricerca in materia di investimenti, nonché per creare un "prezzo" per la ricerca in materia di investimenti, la disaggregazione non ha di fatto consentito di determinare il prezzo dei servizi di ricerca in maniera indipendente e non ha neppure aperto questo mercato ai prestatori indipendenti (di servizi diversi dall'intermediazione).

Peraltro, le norme sulla disaggregazione non hanno impedito la tendenza negativa nella copertura delle imprese a bassa e media capitalizzazione da parte dei servizi di ricerca, né hanno fatto emergere prestatori di servizi di ricerca indipendenti e incentrati sulle PMI.

Già il pacchetto per la ripresa dei mercati dei capitali -applicabile dal 28 febbraio 2022 - aveva cercato di migliorare la copertura delle imprese a bassa e media capitalizzazione da parte dei servizi di ricerca, prevedendo un'esenzione dalle norme sulla disaggregazione per la ricerca in materia di investimenti riguardante gli emittenti la cui capitalizzazione di mercato non supera 1 miliardo di EURO, limitando però l'esenzione al periodo di 36 mesi precedente la fornitura dei servizi di ricerca, consentendo in tal modo, un pagamento congiunto per l'esecuzione delle negoziazioni e la ricerca.

Innalzando l'attuale soglia di 1 miliardo di EURO fino a 10 miliardi di EURO, si intende includere una gamma più ampia di imprese a bassa e media capitalizzazione, e in particolare un numero maggiore di imprese di medie dimensioni, che trarrebbero beneficio da un regime di riaggregazione, consentendo in particolare l'utilizzo dei pagamenti per i servizi di ricerca sulle grandi imprese anche per la ricerca sulle piccole imprese.

L'esenzione dal regime di disaggregazione eliminerà gli ostacoli all'accesso a una maggiore ricerca sulle imprese a bassa e media capitalizzazione e, a livello mondiale, dovrebbe imprimere nuovo slancio al mercato della ricerca in materia di investimenti.

Inoltre, la presente proposta mira a fornire un quadro per lo sviluppo di un particolare tipo di ricerca a carico dell'emittente ("ricerca sponsorizzata dall'emittente").

Questo tipo di ricerca si è sviluppato, in particolare, a seguito dell'introduzione della MiFID II, al fine di compensare la mancanza di copertura delle imprese a bassa e media capitalizzazione da parte dei servizi di ricerca.

Tenuto conto dei conflitti di interesse inerenti a tale ricerca, appare necessario regolamentarne la produzione per garantire un'informazione equa e accurata per i consumatori.

Per promuovere una ricerca più trasparente e indipendente, la proposta della Commissione impone che tale ricerca sia prodotta sulla base di un codice di condotta elaborato o approvato da un gestore del mercato o da un'autorità competente dell'UE.

Oltre alle modifiche del regime di disaggregazione della ricerca, la proposta introduce un numero limitato di modifiche del quadro legislativo che disciplina il mercato di crescita per le PMI, una categoria di sistemi multilaterali di negoziazione creata nell'ambito della MiFID II per aumentare la visibilità e il profilo delle PMI e contribuire allo sviluppo di norme di regolamentazione comuni nell'UE per i mercati specializzati nelle PMI.

Nel 2019 il regolamento (UE) 2019/2115 del Parlamento Europeo e del Consiglio (normativa sulle quotazioni delle PMI) ha introdotto nuove norme dell'UE di

semplificazione normativa per le società che intendono quotarsi sui mercati di crescita per le PMI, preservando al tempo stesso un elevato livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato.

In particolare, le modifiche mirate della MiFID II sono volte a chiarire che un gestore di un sistema multilaterale di negoziazione può chiedere che anche solo un segmento di tale sistema sia registrato come mercato di crescita per le PMI, purché siano rispettati determinati obblighi in relazione a tale segmento.

Quanto all'abrogazione della *Listing Directive* - che, adottata nel 2001, costituiva la base per la quotazione nei mercati dell'UE, prima dell'adozione del Regolamento sul prospetto e della direttiva sulla Trasparenza- la presente proposta mira altresì ad aumentare l'armonizzazione e la coerenza delle norme di quotazione nell'UE, facendo confluire le disposizioni pertinenti alla MiFID II, al fine di ridurre l'incertezza giuridica e il rischio di arbitraggio normativo nell'UE.

Tali disposizioni riguardano gli aspetti seguenti: i) il flottante obbligatorio minimo, che determina la quota di capitale azionario emesso da una società che è detenuta da investitori pubblici, rispetto alle partecipazioni di controllo detenute dai dirigenti, dagli amministratori o dagli azionisti; ii) la capitalizzazione di borsa prevedibile delle azioni oggetto della richiesta di ammissione alla quotazione o, qualora questa non sia valutabile, l'attivo netto della società, compresi i risultati dell'ultimo esercizio.

La proposta riduce inoltre il flottante obbligatorio minimo dal 25 % al 10 % per consentire una maggiore flessibilità agli emittenti che desiderano mantenere un'ampia quota nella società.

Inoltre, la nuova soglia minima di flottante del 10 % non sarà limitata al solo pubblico dell'UE/del SEE. Tale restrizione geografica del flottante obbligatorio all'UE/al SEE non sarà mantenuta, in quanto la MiFID II non prevede una simile restrizione per gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione.

Tutto quanto sopra premesso, il CNEL osserva quanto segue

Premessa

La proposta di Direttiva COM (2022) 760 rientra nel pacchetto della normativa sulle quotazioni, una serie di misure volte a rendere i mercati pubblici più attraenti per le imprese dell'UE e a facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese (PMI) al capitale.

Si tratta di una revisione del quadro normativo generale in linea con l'obiettivo fondamentale dell'Unione dei mercati dei capitali, per migliorare l'accesso delle imprese Europee alle fonti di finanziamento, basate sull'accesso diretto al mercato, in qualunque fase del loro sviluppo, includendo in questa strategia anche le imprese più piccole.

Mediante le quotazioni sui mercati pubblici, le imprese possono infatti diversificare la propria base di investitori, ridurre la propria dipendenza dai finanziamenti bancari.

Il fabbisogno di finanziamento dell'impresa, storicamente, è stato soddisfatto nel contesto Europeo tramite il sistema bancario. In particolare, per le PMI il credito bancario, come risulta da un'indagine condotta dalla BCE nel 2015, rappresenta la principale fonte di finanziamento (77% del totale).

Questo elemento rappresenta certamente un dato di debolezza del sistema di impresa diffusa, in condizione di dipendenza quasi assoluta dal sistema bancario e quindi, come tale, particolarmente vulnerabile nelle situazioni di congiuntura economica negativa, nel momento in cui si verificano condizioni generali di restrizione delle erogazioni di credito. Nelle fasi recessive del ciclo economico, infatti, si verifica una contrazione del credito bancario che, costituendo la fonte principale di finanziamento delle PMI, priva queste ultime delle risorse necessarie non solo per la gestione ordinaria ma, soprattutto, per le fasi di avvio e di crescita delle stesse imprese, generando riflessi negativi sul sistema economico.

La preminenza del settore bancario nel finanziamento delle PMI deriva dalla corrispondente bassa propensione al ricorso al mercato dei capitali privati da parte delle stesse PMI.

La crisi finanziaria globale degli anni 2008/2009, e la conseguente introduzione a partire dal 2010 della normativa prudenziale di Basilea, hanno reso tangibili e sempre più pesanti gli effetti di dipendenza bancaria delle PMI, laddove è apparso evidente che le banche, avendo progressivamente ridotto l'erogazione del credito alle imprese, hanno colpito con particolare violenza le PMI.

Peraltro, l'attuale stretta monetaria influisce pesantemente sul costo del credito delle piccole imprese con un rallentamento del flusso dei prestiti. Le rilevazioni più recenti mostrano che a gennaio 2023 il tasso sui finanziamenti alle aziende di piccola dimensione è pari al 4,38%, con una crescita di 227 punti base in un anno e concentrata proprio nel periodo della stretta monetaria.

La stessa Banca d'Italia, in un'analisi di ottobre 2022, afferma: "Dopo la doppia recessione le politiche di offerta delle banche sono diventate più selettive per tutte le imprese ad eccezione di quelle grandi"; "criteri di offerta più severi sono stati applicati principalmente nei confronti delle microimprese" e "gli shock che hanno colpito il Paese si sono tradotti in cambiamenti persistenti nell'offerta di nuovi prestiti, con un significativo spostamento dalle aziende di minori dimensioni a quelle più grandi".

Ciò detto, è naturale che la strutturale dipendenza delle PMI dal canale bancario si verifica in maniera particolarmente severa nei confronti delle PMI localizzate negli Stati membri in cui la legislazione nazionale ed il livello di applicazione delle normative non è stato tale da agevolare lo sviluppo e la crescita dell'imprenditorialità.

Il Parere del CESE UE (Adozione in sessione plenaria del 23/03/2023)

Con riferimento all'atto UE in esame, il CESE, in considerazione della circostanza che vede le PMI fronteggiare notevoli difficoltà nell'accesso ai mercati pubblici dei capitali Europei, vista la perdurante frammentazione e il sottodimensionamento degli stessi rispetto al contesto internazionale, accoglie con grande favore la proposta della Commissione volta a

semplificare la normativa sulle quotazioni senza, nel contempo, rischiare di indebolire la tutela degli investitori e l'integrità del mercato.

Facendo riferimento a studi che dimostrano che, dal 2014 ad oggi, in Europa il numero totale di società quotate su mercati di crescita per le PMI è aumentato di pochissime unità, il CESE evidenzia una situazione non ottimale per quanto riguarda le offerte pubbliche iniziali (*Initial Public Offering* - IPO) delle PMI in Europa.

Il CESE auspica che sui mercati pubblici Europei sia quotata un'offerta diversificata di emittenti di alta qualità che consentirebbe non solo di far fronte agli shock determinati dall'aumento del costo del debito, fisiologicamente più frequenti in tempi di crisi, ma anche di convogliare sul mercato la considerevole quota degli attivi detenuta dalle famiglie Europee (tre volte superiore a quella detenuta dalle famiglie USA).

Inoltre, per tale via, si irrobustirebbe altresì l'autonomia strategica dell'UE, sottraendo importanti segmenti di mercato alla sfera di influenza di Paesi con valori diversi da quelli Europei.

Attualmente però le PMI non hanno la visibilità necessaria per attrarre capitali, pertanto, sono sicuramente positive le proposte della Commissione volte a promuovere la ricerca in merito di investimenti azionari, in funzione della riduzione delle asimmetrie informative che danneggiano maggiormente le PMI.

Per tale motivo il CESE accoglie con favore la proposta di innalzare a 10 miliardi di EURO la soglia al di sotto della quale non si applicano le norme sulla disaggregazione dei costi dei servizi di ricerca da quelli di esecuzione delle negoziazioni, poiché ciò rimedierà alla minore copertura e visibilità delle PMI determinata dall'applicazione della direttiva MiFID II. Tuttavia, considerato che i servizi di ricerca fanno capo ai grandi intermediari finanziari, occorre tener conto del fatto che le PMI potrebbero comunque non trovare visibilità adeguata, considerato che gli intermediari sono interessati a fornire tali servizi tarandoli sulle società maggiormente capitalizzate.

Pertanto, il CESE ritiene necessaria l'adozione di misure ulteriori per supportare e incentivare la ricerca indipendente.

Con riferimento alla confluenza delle norme proposte sul flottante dalla abroganda *Listing Directive* alla MiFID II, il CESE osserva che il flottante minimo (proposto in riduzione dal 25% al 10%) dovrebbe essere richiesto solo al momento della quotazione in borsa, in modo da non inficiare le esigenze di flessibilità che risultano determinanti per il funzionamento dei mercati degli Stati membri più piccoli.

Conclusioni del CNEL

La crisi economica connessa alla pandemia da Covid-19 ha influenzato in modo non omogeneo sulle imprese. Le PMI risultano essere colpite in modo particolarmente marcato. Al fine di limitare l'impatto recessivo dello *shock* da Covid-19, i governi e le banche centrali di tutto il mondo hanno adottato politiche volte a fornire liquidità alle imprese,

indipendentemente dalle loro dimensioni. Questa liquidità è stata iniettata direttamente attraverso il sistema bancario, principalmente sotto forma di prestiti o garanzie di credito.

I finanziamenti provenienti tanto dalle istituzioni nazionali e sovranazionali quanto dal settore bancario, pur essendo fondamentali per la ripresa Europea nel breve termine, non hanno, tuttavia, la necessaria efficacia per soddisfare, in modo prospettico, strutturale e permanente, le necessità finanziarie del sistema produttivo Europeo.

Peraltro, l'incremento di capitale di debito porta come conseguenza l'incremento della leva finanziaria nel rapporto *debt/equity*, che genera un aumento esponenziale del rischio di insolvenza, con la conseguenza indotta di un peggioramento della loro capacità di reperire risorse finanziarie.

Per quanto fin qui detto, l'accentuarsi delle difficoltà di ricorrere al credito bancario rende inevitabile l'ampliamento del ricorso al mercato dei capitali anche da parte delle PMI: le imprese Europee avranno sempre maggiore necessità di ricorrere al c.d. capitale di rischio proprio o di investitori terzi e, attraverso un migliore bilanciamento della struttura di capitale, diventare più resilienti. Da questo punto di vista, il sostegno proveniente dai mercati dei capitali costituirà infatti uno degli elementi essenziali per lo sviluppo e la crescita futura delle PMI nel lungo periodo.

Anche in ragione di ciò, la Commissione ha immaginato una serie di misure ed iniziative volte a favorire l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese di minori dimensioni, con l'intento di favorire il cosiddetto capitale di rischio, limitatamente alle PMI, tramite raccolta del risparmio tra il pubblico: si tratta di un tema non nuovo per la Commissione, che intende affrontarlo all'interno di un quadro di regolazione definito, ma anche attraverso la ricerca di soluzioni efficaci utili ad abbattere i principali ostacoli che ne impediscono la rapida diffusione, abbattendo i costi e gli oneri amministrativi che il mercato dei capitali richiede.

In ragione della centralità e della rilevanza delle PMI e dei problemi che le affliggono, come sopra visto, nell'ambito del progetto della Capital Market Union sono state implementate una serie di iniziative e misure specificamente rivolte alle Piccole e Medie Imprese.

Le piccole e medie imprese, al pari delle grandi imprese, competono ormai nel medesimo contesto di mercato, caratterizzato da una sempre crescente dinamicità ed aperto alle insidie della globalizzazione, anche se risultano più vulnerabili sul fronte dell'accesso alla finanza, non soltanto in ragione delle loro ridotte dimensioni, quanto da minori difese per orientarsi nella concorrenza, in particolare quando operano in mercati nei quali sono richiesti elevati standard tecnologici e competenze di alto livello.

Tale circostanza si riverbera sulle condizioni di rischio a cui sono sottoposte e alla connessa redditività dell'attività d'impresa, con la conseguenza di mostrare al mercato profili meno appetibili sul fronte del rapporto rischio/rendimento degli strumenti finanziari da queste emessi.

In linea generale, le misure e le iniziative messe in campo con il progetto di CMU hanno la finalità di rimuovere gli ostacoli allo sviluppo delle PMI, incentivandone l'accesso attraverso numerose misure in favore delle PMI nella ricerca delle risorse finanziarie, al fine di facilitare che i flussi di risparmio privato possano incontrare anche i loro progetti di sviluppo. Il principale ostacolo a che questo avvenga è rappresentato dal fatto che le performance ed i rischi, per asimmetria informativa, rendano gli strumenti finanziari emessi dalle PMI scarsamente attrattivi per i risparmiatori.

Il mercato dei capitali è un fondamentale motore di crescita proprio in un periodo in cui i tassi salgono e quindi per finanziare le imprese - che hanno bisogno di capitali per investire, per fare acquisizioni, etc. - il mercato dei capitali diventa una fonte fondamentale da gestire in modo competitivo con gli altri Paesi.

Sotto questo profilo, le proposte della Commissione, previste nell'Atto (UE) COM(2022) 760 final, *"Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/65/UE per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le imprese e per facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, e che abroga la direttiva 2001/34/CE"*, oggetto del presente parere, risultano effettivamente rispondenti all'esigenza di favorire un più ampio accesso delle PMI sui mercati pubblici dei capitali, supportandone la visibilità e ridimensionando sostanzialmente oneri e obblighi, sia nella fase di quotazione sui mercati che in quella di permanenza negli stessi, assicurandone nel contempo sicurezza e integrità.

Appare altresì condivisibile il parere espresso in merito dal CESE, circa la necessità di sollecitare ulteriori misure per supportare e incentivare la ricerca indipendente in materia di investimenti azionari.

Quanto sopra in considerazione della circostanza che i servizi di ricerca fanno capo ai grandi intermediari finanziari e, per tale motivo, le PMI potrebbero comunque non trovare visibilità adeguata, atteso che gli intermediari sono fisiologicamente più interessati a fornire tali servizi tarandoli sulle società maggiormente capitalizzate.