



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI  
DI MODENA



Consiglio Nazionale  
dei Dottori Commercialisti  
e degli Esperti Contabili



CONFINDUSTRIA EMILIA  
AREA CENTRO  
Le imprese di Bologna,  
Ferrara e Modena

*«Le opportunità del mercato dei capitali per i commercialisti e le imprese»*

# *Investimenti in PMI e strumenti di tutela degli investitori*

## **TONI MARCELLI**

*CONSOB - Divisione Corporate Governance  
Ufficio OPA e Assetti Proprietari*

Modena – 21 novembre 2023

# Indice

---

1. **Il sistema Paese**
  - **Il confronto internazionale**
  - **Le società italiane quotate**
  - **L'attività di *Early Stage***
  - **Le PMI italiane**
  - **Cosa fare?**
2. **«Avvicinare» imprese e investitori: il ruolo dell'educazione finanziaria**
3. **La disciplina OPA: Cenni e *delisting* in Italia**
4. **Prime riflessioni e possibili iniziative**

*Le opinioni di seguito espresse sono attribuibili esclusivamente all'autore e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente all'autore.*

# 1. Il confronto internazionale

---

## Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)

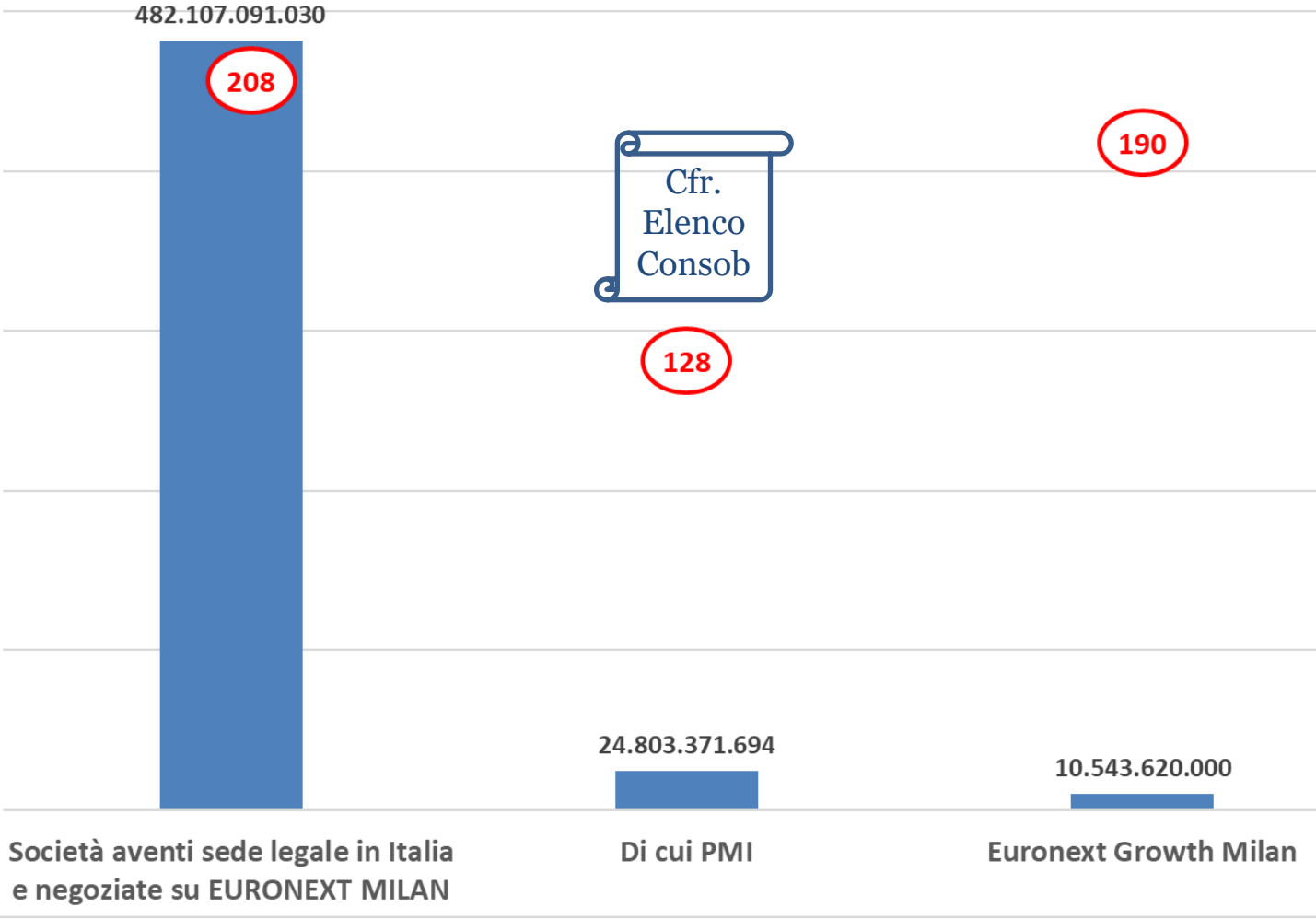
Country	Most Recent Year	Most Recent Value
United States	2020	193,3
France	2021	127,8
Japan	2022	126,8
United Kingdom	2022	91,1
Spain	2021	89,7
China	2022	65,1
Germany	2022	45,6
<b>Italia</b>	<b>2022</b>	<b>33,3</b>

Fonte: The World Bank & CEIC Data Provider

---

# 1. Euronext Milan (di cui PMI) e Euronext Growth Milan

■ Capitalizzazione al 30 dicembre 2022    Numero Società negoziate



# 1. L'attività di *Early Stage*

## Numero di società finanziate dal *venture capital* dal 2018 al 2022

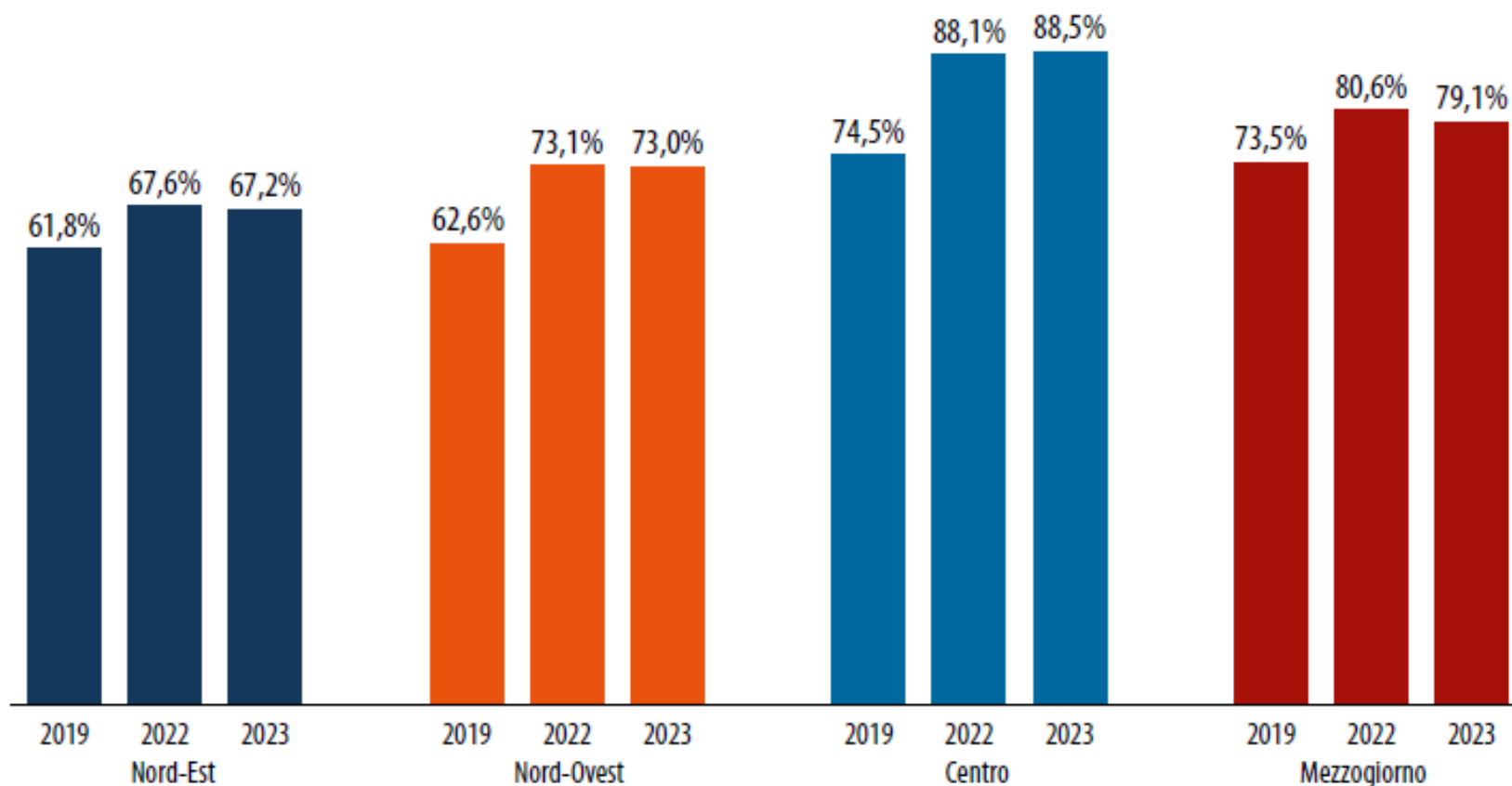


Fonte: Quaderno AIAF n. 191 (BVCA, France Invest, BVK, AIFI, EDC-Invest Europe)

## 1. Le PMI italiane (Fonte: Confindustria & Cerved - Rapporto Regionale PMI 2022)

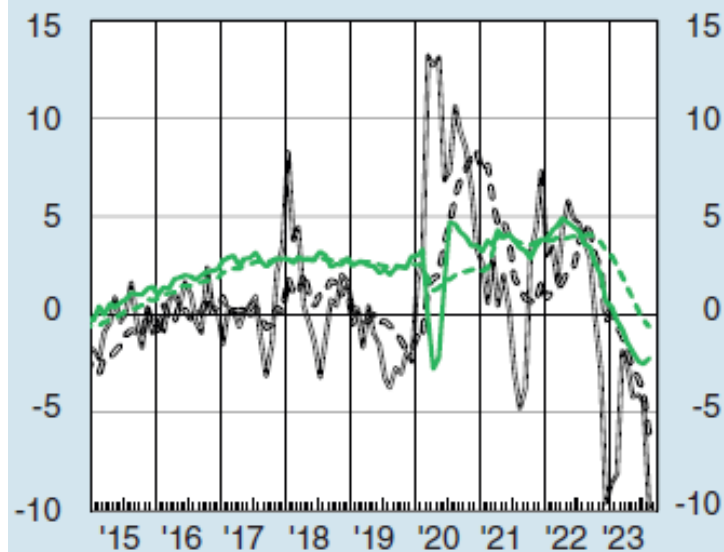
**160 mila PMI** italiane (tra 10 e 249 addetti e fatturato compreso tra 2 e 50 milioni di euro). **Fatturato** pari a **986,7 miliardi di €**. **Indebitamento bancario: 255 miliardi €**.

**Andamento del *leverage*** (debiti finanziari/Patrimonio Netto):



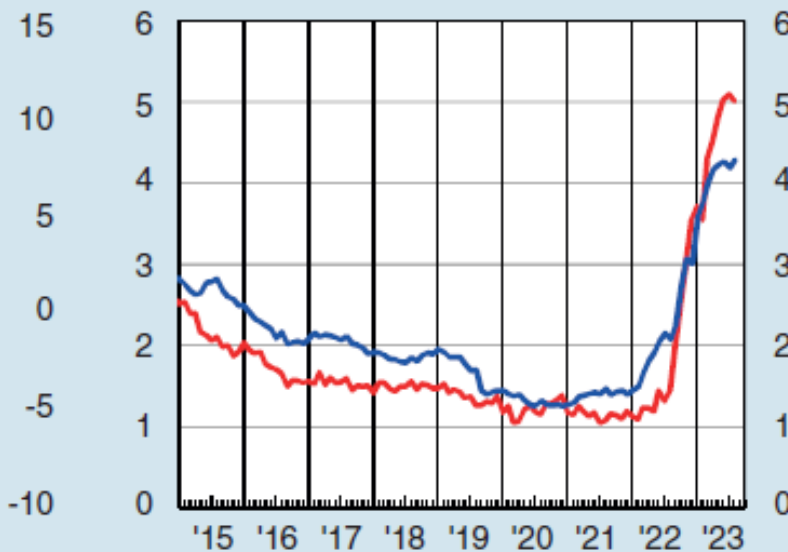
# 1. Andamento e costo del credito per imprese e famiglie

(a) prestiti: variazioni percentuali  
sui 3 e sui 12 mesi (1)  
(dati mensili; valori percentuali)



--- società non finanziarie sui 12 mesi  
— società non finanziarie sui 3 mesi (2)  
--- famiglie sui 12 mesi  
— famiglie sui 3 mesi (2)

(b) tassi di interesse (3)  
(dati mensili; valori percentuali)



— tasso medio sui nuovi prestiti  
alle società non finanziarie  
— tasso medio sui nuovi prestiti  
alle famiglie per acquisto di abitazioni

Fonte: Banca d'Italia - Bollettino Economico n. 4 - 2023 (13 ottobre 2023)

# 1. Cosa fare?

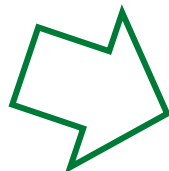
---



**Bilanciamento tra opportunità per l'industria e tutela del risparmio (Cost. Art. 47)**



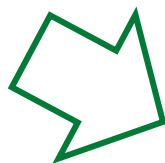
## 2. «Avvicinare» imprese e investitori: il ruolo dell'educazione finanziaria



*Ricorso ADR (tra cui)*  
Arbitro per le Controversie Finanziarie



Arbitro Bancario Finanziario  
Risoluzione Stragiudiziale Controversie



*Rafforzare le  
competenze  
finanziarie per  
«finanziare» la nascita  
e la crescita delle  
imprese (Finanza  
innovativa, Mercato dei  
capitali, Finanza agevolata,  
ecc.)*

*Esposto alle  
Autorità  
competenti*



Comitato per la programmazione  
e il coordinamento delle attività  
di educazione finanziaria



**Quello che conta**  
Il portale dell'educazione finanziaria



*Giudice ordinario*



### 3. La disciplina OPA: cenni

---

**Definizione** - Art. 1, comma 1, lett. v) del TUF

«**Offerta pubblica di acquisto o di scambio**": ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di **prodotti finanziari** e rivolti a un **numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento** previsto dall'articolo 100, comma 3, lettere b) e c); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari».

Rinvio al Regolamento Emittenti - **Art. 34-ter** (Casi di inapplicabilità ed esenzioni)

- numero di soggetti: **150**.
- corrispettivo totale: **8.000.000 di euro**.

### 3. La disciplina OPA: cenni

---

**Opa totalitaria (obbligatoria successiva)** (art. 106 Tuf):

Chiunque, a seguito di **acquisti** ovvero di **maggiorazione dei diritti di voto**, venga a detenere una **partecipazione superiore** alla soglia del **trenta per cento** ovvero a disporre di **diritti di voto** in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a **tutti i possessori** di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un **mercato regolamentato** in loro possesso.

Soglia *ad hoc* per «non» PMI: **25%** (in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata).

Gli Statuti delle **PMI** possono prevedere una **soglia >25% e <40%**.

### 3. La disciplina OPA: cenni

---

**Opa totalitaria (obbligatoria successiva)** (art. 106, comma 4 Tuf):

[omissis]

«4. L'obbligo di offerta **non sussiste** se la partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter è detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio rivolta **a tutti i possessori di titoli** per la **totalità dei titoli** in loro possesso, purché, nel caso di offerta pubblica di scambio, siano offerti titoli quotati in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario o sia offerto come alternativa un corrispettivo in contanti»

### 3. La disciplina OPA: cenni

---

**OPA preventiva (volontaria)** (art. 107 Tuf):

«... l'obbligo di offerta pubblica previsto dal medesimo articolo [106], commi 1 e 3, non sussiste se la partecipazione viene a essere detenuta a seguito di **un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente a oggetto almeno il sessanta per cento** dei titoli di ciascuna categoria, ove ricorrano congiuntamente le seguenti condizioni... [omissis]... e la Consob accordi l'esenzione»

L'offerta può avere ad oggetto la totalità dei titoli della categoria emessi dell'Emittente (**Opa volontaria totalitaria**) o solo una parte di essi (**Opa volontaria parziale**).

*Ratio* dell'istituto: evitare il lancio dell'OPA totalitaria (almeno il 60% a tutela delle minoranze).

### 3. Delisting sui mercati di Borsa Italiana

Delisting per tipologia sul mercato EXM e Segmento STAR  
(N° di società)



Delisting per tipologia sul mercato EGM  
(2020 – set. 2023; N°)



Fonte: Dati al 1 settembre 2023, estratti da Borsa Italiana e rielaborati da Ambromobiliare.

Fonte: Ufficio Studi Ambromobiliare – ottobre 2023

## 4. Prime riflessioni e possibili iniziative

---

- **PMI: bassa conoscenza dei mercati dei capitali e credito bancario** (canale di finanziamento preferenziale e spesso esclusivo). Il ruolo del capitale di rischio, la redazione del *business plan*, gli strumenti per il controllo di gestione, la valutazione aziendale, ecc.
- ***Euronext Growth Milan***: Accelera la crescita aziendale, aumenta la visibilità e la credibilità delle società, attira investitori, è un mercato che si «muove» su eventi straordinari (OPA, operazioni straordinarie), disciplina OPA (Statutaria) a tutela delle minoranze (ripartizione del «premio di maggioranza»).
- **L'Attività di ricerca in materia di investimenti**: strumento per «avvicinare» investitori e imprese (Proposta di Direttiva della Commissione europea del 7/12/2022). Possibilità di introdurre incentivi fiscali per stimolare la ricerca sulle PMI.
- **Investitori nell'*Early Stage*, Casse private e fondi pensione**: incentivare l'investimento (diretto/indiretto) nelle PMI residenti in Italia (ad esempio, anche attraverso una fiscalità di scopo).



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI  
E DEGLI ESPERTI CONTABILI  
DI MODENA



Consiglio Nazionale  
dei Dottori Commercialisti  
e degli Esperti Contabili



CONFINDUSTRIA EMILIA  
AREA CENTRO  
Le imprese di Bologna,  
Ferrara e Modena

*«Le opportunità del mercato dei capitali per i commercialisti e le imprese»*

***Si ringrazia per l'attenzione!***

**TONI MARCELLI**

***CONSOB - Divisione Corporate Governance  
Ufficio OPA e Assetti Proprietari***

**Modena – 21 novembre 2023**