

POLITECNICO DI TORINO
Repository ISTITUZIONALE

DDL Capitali: Misure a Sostegno della Competitività del Mercato dei Capitali

Original

DDL Capitali: Misure a Sostegno della Competitività del Mercato dei Capitali / Rainelli, Paolo; Pietro, Fioruzzi; Giuseppe, Scassellati; Nicole, Puppiani. - (2024).

Availability:

This version is available at: 11583/2996652 since: 2025-01-16T22:51:55Z

Publisher:

Published

DOI:

Terms of use:

This article is made available under terms and conditions as specified in the corresponding bibliographic description in the repository

Publisher copyright

(Article begins on next page)

DDL Capitali: Misure a Sostegno della Competitività del Mercato dei Capitali

7 marzo 2024

Punti Chiave

- **Potenziamento del voto maggiorato per le società quotate/quotande e del voto plurimo pre-quotazione (x10) per contrastare il fenomeno della fuga degli emittenti verso giurisdizioni maggiormente permissive**
- **Lo statuto delle società quotate potrà consentire al consiglio di amministrazione uscente di presentare una lista di candidati per il rinnovo del consiglio, ma tale facoltà sarà soggetta a limitazioni e complesse regole procedurali**
- **Possibilità di svolgere le assemblee esclusivamente tramite il rappresentante designato ed eliminazione della facoltà per gli azionisti di presentare proposte e domande in assemblea**
- **Modifiche alla disciplina dell'offerta fuori sede per favorire l'“auto-collocamento” da parte dell'emittente**
- **Ampliamento della platea di società che possono avvalersi della disciplina meno onerosa applicabile alle PMI**
- **Dematerializzazione delle quote di S.r.l. per favorire la compravendita di quote di PMI e *startup* e snellire le procedure per l'aggiornamento del libro soci**
- **Abrogazione della notifica *internal dealing* per le operazioni compiute da azionisti con almeno il 10% del capitale o dal controllante**
- **Modifiche alla disciplina delle emissioni obbligazionarie destinate a investitori professionali**
- **Abrogazione del regime di responsabilità specifica dell'intermediario responsabile del collocamento**

Per qualsiasi domanda relativa ai temi trattati nel presente *memorandum*, potete contattare qualsiasi avvocato del nostro studio con cui siete abitualmente in contatto o gli autori di seguito indicati.

ROMA

Giuseppe Scassellati Sforzolini
+39 06 6952 2220
gscassellati@cgsh.com

MILANO

Pietro Fioruzzi
+39 02 7260 8214
pfioruzzi@cgsh.com

Paolo Rainelli
+39 02 7260 8246
prainelli@cgsh.com

Nicole Puppiani
+39 02 7260 8616
npuppiani@cgsh.com



Il 27 febbraio 2024, il Senato ha approvato in via definitiva¹ il disegno di legge n. 674 presentato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze il 21 aprile 2023, contenente misure volte a migliorare la competitività, l'attrattività e l'integrazione a livello europeo dei mercati dei capitali italiani (il "DDL Capitali"). Il DDL Capitali entrerà in vigore dopo la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale.

Il DDL Capitali interviene su temi di grande attualità e rilievo per i mercati finanziari e contiene altresì un'ampia delega al Governo per la riforma organica del Decreto Legislativo n. 58 del 1998 (il "TUF") da esercitarsi entro 12 mesi dalla sua entrata in vigore.

I. Introduzione

Il DDL Capitali trova origine nelle conclusioni del c.d. Libro Verde² su "*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*" presentato il 2 marzo 2022 dal Ministero dell'Economia e delle Finanze finalizzato ad accelerare il processo di riforma del mercato dei capitali italiano e accrescere l'attrattività del sistema Italia, sostenendo la crescita e gli investimenti (il "Libro Verde").

Il Libro Verde individuava alcune possibili aree di semplificazione e razionalizzazione volte a:

- migliorare il processo di *listing* in Italia e rendere più efficiente l'accesso e la permanenza sui mercati, con particolare riferimento alle piccole e medie imprese ("PMI")³;
- migliorare le condizioni per la partecipazione degli investitori ai mercati di capitali italiani e incoraggiare gli investimenti da parte degli investitori istituzionali;

- valorizzare le potenzialità della finanza digitale ai fini dell'accesso al mercato; e
- riformare le funzioni e i profili di responsabilità delle Autorità di vigilanza in un'ottica di competitività.

In attuazione di tali linee guida, il DDL Capitali intende: (i) favorire lo sviluppo del mercato dei capitali (cercando altresì di contrastare il fenomeno del trasferimento all'estero della sede di società italiane), e (ii) canalizzare maggiormente gli investimenti privati (sia di investitori *retail* che istituzionali) a favore delle società quotate italiane:

- rimuovendo una serie di regole che impongono un livello di regolamentazione – e i connessi oneri – superiore a quello "minimo" richiesto dalla normativa europea (c.d. *gold-plating*);
- supportando il ruolo degli investitori;
- modificando i poteri e la responsabilità delle Autorità di vigilanza; e
- modernizzando molteplici aspetti del diritto societario nazionale.

II. Le principali novità

Di seguito si analizzano le principali novità introdotte dal DDL Capitali.

a. Accesso e regolamentazione dei mercati di capitali

- Esenzioni dalla disciplina dell'offerta fuori sede (Art. 1 del DDL Capitali)

L'art. 1 del DDL Capitali prevede un ampliamento delle esenzioni dalla disciplina dell'offerta fuori sede⁴.

¹ Il testo del DDL Capitali approvato dal Senato è disponibile [qui](#).

² Il testo del Libro Verde è disponibile [qui](#).

³ L'art. 2, D. M. 18 aprile 2005, in recepimento della raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese, definisce come PMI le società che, cumulativamente, hanno: a) meno di 250 occupati, e b) un fatturato annuo non superiore a Euro 50 milioni oppure un totale di bilancio annuo non superiore a Euro 43 milioni.

⁴ Il TUF definisce come offerta fuori sede "*la promozione e il collocamento presso il pubblico: a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato*

In particolare, il DDL Capitali esenta dal rispetto della disciplina dell'offerta fuori sede i casi di cosiddetto "auto-collocamento" da parte dell'emittente (senza pertanto dover ricorrere ad un soggetto abilitato alla prestazione del servizio di collocamento) ossia le offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni di propria emissione (o di altri strumenti finanziari di propria emissione che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni), a condizione che:

- (i) gli strumenti finanziari siano emessi da emittenti con azioni negoziate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione italiani o dell'Unione; e
- (ii) l'offerta sia effettuata dall'emittente attraverso i propri amministratori o il proprio personale con funzioni direttive per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a Euro 250.000.

Nei casi previsti, gli emittenti potranno offrire le proprie azioni senza dover ricorrere a un soggetto abilitato alla prestazione del servizio di collocamento (c.d. "auto-collocamento")

- Misure in tema di PMI (Artt. 2 e 3 del DDL Capitali)

Le PMI costituiscono uno dei principali *focus* del DDL Capitali in ragione dell'importanza che questo tipo di società ricopre nel tessuto imprenditoriale italiano.

Gli artt. 2 e 3 del DDL Capitali, rispettivamente, prevedono:

- l'ampliamento della platea di società che possono avvalersi della disciplina applicabile alle PMI emittenti azioni quotate (e pertanto beneficiare delle relative agevolazioni in materia di trasparenza degli assetti proprietari, OPA, etc.)⁵ passando a una capitalizzazione massima di 1 miliardo di Euro (rispetto agli attuali 500 milioni); e
- la dematerializzazione – su base volontaria – delle quote di PMI, consentendo così la riduzione dei costi e degli oneri amministrativi legati all'emissione e al trasferimento delle quote di PMI-S.r.l., specialmente laddove tali società decidano di accedere al mercato dei capitali.

- Un maggior numero di società potranno avvalersi della disciplina meno onerosa applicabile alle PMI

- La dematerializzazione di quote di S.r.l. darà la possibilità agli investitori di ampliare il loro orizzonte di investimenti e beneficiare di una exit più veloce da società non quotate

- Disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi (Art. 4 del DDL Capitali)

L'art. 4 del DDL Capitali riforma integralmente la disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi⁶ al fine di rimuovere un caso di *gold-plating* della disciplina italiana.

della promozione o del collocamento; b) di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività" e prevede che tali offerte possano essere effettuate soltanto avvalendosi di soggetti autorizzati allo svolgimento di tale attività.

⁵ Tra le varie "agevolazioni" di cui possono avvalersi gli emittenti che rientrano nella definizione di PMI emittenti azioni quotate, in tema di obblighi di *disclosure* la soglia ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 del TUF è pari al 5% invece che al 3%, e in tema di offerta pubblica di acquisto totalitaria la soglia ai fini del sorgere dell'obbligo di OPA è pari al 30% del capitale o dei diritti di voto dell'emittente invece del 25%.

⁶ Oggi, l'art. 2-bis del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 definisce "emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante" quelli che, contestualmente, abbiano: a) azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; e b)

Il regime delle società con azioni diffuse è, infatti, un *unicum* a livello europeo e prevede un regime intermedio tra quello delle società quotate su mercati regolamentati e le società c.d. chiuse (ossia non quotate su tali mercati).

Originariamente, la categoria degli emittenti diffusi era stata introdotta al fine di rendere gli obblighi e gli oneri in capo agli emittenti proporzionali al grado di diffusione fra il pubblico dei relativi strumenti finanziari e, conseguentemente, alla rilevanza degli interessi di tutela degli investitori.

Tuttavia, l'auspicata proporzionalità è venuta meno dal momento che la disciplina in discussione ha portato all'applicazione alle società che si quotano sugli MTF larga parte delle disposizioni dettate in materia di società quotate su mercati regolamentati, eliminando nei fatti la diversificazione in relazione al mercato di quotazione prescelto che invece dovrebbe sussistere.

L'art. 4 del DDL Capitali sopprime una serie di obblighi⁷ che oggi accomunano le società con titoli diffusi (e quotate su MTF) a quelle i cui titoli sono quotati in mercati regolamentati, ritenendo per le prime sufficienti le tutele e i presidi derivanti dalla quotazione sugli MTF.

Il riordino della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi introduce alcune semplificazioni che saranno di particolare beneficio per gli emittenti MTF che siano anche emittenti titoli diffusi che ad oggi si trovano soggetti a un doppio regime

- Semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione (Art. 8 del DDL Capitali)

L'art. 8 del DDL Capitali introduce una serie di semplificazioni delle procedure di ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari, anche attraverso l'eliminazione di particolari requisiti per la quotazione in borsa.

In particolare, viene soppressa la possibilità riconosciuta alla Consob di regolare con propri regolamenti i requisiti di quotazione per le azioni di società controllanti società costituite e regolate dalla legge di Stati non appartenenti all'Unione europea e di società il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni⁸.

Si semplifica e velocizza la procedura per l'ammissione a quotazione delle azioni di tali società

superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-bis, primo comma, del codice civile, (1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: Euro 4.400.000, 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni Euro 8.800.000; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità). Tali limiti citati si considerano superati solo in talune circostanze.

⁷ Tra le semplificazioni della disciplina degli emittenti diffusi introdotte dal DDL Capitali, a titolo esemplificativo, si ricordano l'eliminazione (i) degli obblighi di informativa ulteriori rispetto a quelli previsti per le società chiuse verso il pubblico (ad es., rendere noti fatti non di pubblico dominio che, se resi pubblici, potrebbero avere un effetto significativo sul valore degli strumenti finanziari emessi) e verso la Consob (ad es., la comunicazione dell'acquisto o della perdita della qualifica di emittente diffuso), (ii) della competenza deliberativa dell'assemblea ordinaria e degli obblighi informativi verso il pubblico in tema di piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, (iii) dei limiti al cumulo degli incarichi dei componenti degli organi di amministrazione e controllo e degli obblighi di comunicazione alla Consob e al pubblico di tali incarichi.

⁸ Cfr. Art. 15 (*Condizioni per la quotazione di azioni di società controllanti società costituite e regolate dalla legge di Stati non appartenenti all'Unione europea*) e Art. 17 (*Condizioni per la quotazione di azioni di società il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni*) del Regolamento CONSOB n. 22249 del 28 dicembre 2017.

- Disciplina di approvazione del prospetto e del responsabile del collocamento (Art. 9 del DDL Capitali)

In materia di offerta al pubblico, l'art. 9 del DDL Capitali:

- (i) specifica che – in linea con le previsioni del Regolamento (UE) 2017/1129 in materia di prospetti – i termini per l'approvazione del prospetto decorrono dalla data di presentazione della bozza di prospetto alla Consob e non dal momento in cui l'Autorità ritiene l'istanza completa, a favore della certezza procedurale; e
- (ii) abroga la norma recante una specifica disciplina di responsabilità del responsabile del collocamento in caso di informazioni false o omissioni idonee a influenzare le decisioni di un investitore ragionevole *ex art. 94, comma 7 del TUF*, che costituisce un altro fenomeno di *gold-plating* del regime italiano.

- I termini di approvazione del prospetto sono allineati alle disposizioni Europee

- Si elimina la presunzione di colpa in capo all'intermediario responsabile del collocamento

- Segnalazione delle operazioni effettuate dagli azionisti di controllo (Art. 10 del DDL Capitali)

L'art. 10 del DDL Capitali interviene su un'altra fattispecie di *gold-plating* in materia di segnalazione al pubblico delle operazioni effettuate dagli azionisti di controllo.

Il DDL Capitali abroga il comma 7 dell'art. 114 del TUF che disciplina l'obbligo di segnalazione delle operazioni effettuate dagli azionisti che detengono almeno il 10% delle azioni dell'emittente ovvero da ogni altro soggetto che controlla l'emittente.

L'attuale previsione infatti non trovava alcun fondamento nella disciplina europea in quanto il

Regolamento (UE) n. 596/2014 sugli abusi di mercato impone tali obblighi solo in capo ai soggetti che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione presso l'emittente.

Viene meno l'obbligo di notifica internal dealing per gli azionisti che detengono almeno il 10% del capitale ovvero per i controllanti, un unicum nel panorama EU che spesso suscitava perplessità da parte degli investitori internazionali

b. *Diritto Societario*

Il DDL Capitali interviene altresì su alcuni istituti di diritto societario in materia di svolgimento delle assemblee, liste del consiglio di amministrazione, contenuto ed esercizio dei diritti di voto.

- Assemblee dei soci (Art. 11 del DDL Capitali)

L'art. 11 del DDL Capitali, da un lato, tenendo conto dell'evoluzione del modello decisionale dei soci nelle realtà quotate, ove l'assemblea sta nei fatti perdendo la sua funzione informativa e di confronto (la maggior parte dei soci definisce infatti il proprio voto ben prima dell'evento assembleare) e, dall'altro, mutuando dall'esperienza maturata nel contesto della pandemia e della relativa normativa emergenziale⁹ dispone che:

- ove previsto dallo statuto, l'assemblea delle società quotate sul mercato regolamentato o su un MTF sia svolta esclusivamente a porte chiuse tramite un rappresentante designato dalla società ai sensi dell'art. 135-*undecies*, TUF, al quale possono essere conferite deleghe o sub-deleghe da parte degli azionisti;

⁹ Cfr. D.L. 27/2020 (convertito dalla L. 27/2020).

- non sia consentita la presentazione di proposte di deliberazione in assemblea¹⁰; e
- il diritto di porre domande possa essere esercitato unicamente prima dell'assemblea¹¹.

La possibilità di svolgere le assemblee attraverso un rappresentante designato richiede una preventiva modifica statutaria approvata con il voto favorevole dei due terzi dei partecipanti all'assemblea straordinaria.

- La possibilità di svolgere le assemblee esclusivamente tramite il rappresentante designato potrà agevolare la partecipazione di alcune tipologie di investitori (in primis istituzionali) e ridurrà i costi associati allo svolgimento di assemblee tradizionali

- Al contempo le forti limitazioni alle proposte e alle domande in assemblea privano l'assemblea della funzione di dialogo e confronto, che viene di fatto demandata alle fasi pre ed extra-assembleari

- Lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate (Art. 12 del DDL Capitali)

Tra le disposizioni maggiormente discusse del DDL Capitali vi è la nuova disciplina sulla presentazione di una lista di candidati da parte del consiglio di amministrazione delle società quotate in occasione del rinnovo dell'organo amministrativo.

L'art. 12 del DDL Capitali consente allo statuto di prevedere che il consiglio di amministrazione uscente possa presentare una lista di candidati per l'elezione dei componenti dell'organo di amministrazione a condizione che:

- il consiglio di amministrazione uscente approvi la presentazione della lista con il voto favorevole dei due terzi dei suoi componenti; e
- la lista contenga un numero di candidati pari al numero dei componenti da eleggere maggiorato di un terzo.

La novità introdotta dall'art. 12 del DDL Capitali conferma la legittimità di una previsione già presente in diversi statuti – nonché oggetto di un richiamo di attenzione di Consob il 2 dicembre 2021¹² – introducendo alcune limitazioni (e regole procedurali) che potrebbero generare criticità tecnico-applicative.

Infatti la novella dispone che, se la lista del consiglio uscente risulta essere quella che ha ottenuto il maggior numero di voti, l'assemblea procede a un'ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato, in base alla quale verranno progressivamente eletti i candidati che hanno ottenuto il maggior numero di voti in ragione dei posti da assegnare a tale lista.

Inoltre gli amministratori tratti dalle altre liste saranno scelti con modalità differenti a seconda del numero di voti ottenuti da tali liste. In particolare, qualora le prime due liste di minoranza abbiano ottenuto in totale:

- fino al 20% dei voti in assemblea, queste avranno comunque diritto a un numero di seggi in consiglio pari in totale almeno al 20% (*i.e.*, una sorta di “premio di minoranza”); e
- più del 20% dei voti in assemblea, le liste di minoranza che hanno conseguito una percentuale di voti non inferiore al 3% dei voti concorrono alla ripartizione dei seggi proporzionalmente ai voti ricevuti. I voti conseguiti dalle liste che non abbiano raggiunto il 3% dei voti sono assegnati

¹⁰ In particolare, coloro che hanno diritto al voto possono presentare individualmente proposte di delibera sulle materie all'ordine del giorno ovvero proposte la cui presentazione è altrimenti consentita dalla legge entro il quindicesimo giorno precedente la data della prima o unica convocazione dell'assemblea.

¹¹ La società fornisce almeno tre giorni prima dell'assemblea le risposte alle domande pervenute.

¹² Il testo del richiamo di attenzione di Consob del 2 dicembre 2021 è disponibile [qui](#).

proporzionalmente alle sole liste che abbiano superato tale soglia.

L'applicazione delle disposizioni introdotte è prevista a decorrere dalla prima assemblea convocata per l'elezione del consiglio di amministrazione in una data successiva al 1° gennaio 2025.

Il meccanismo previsto per la presentazione della lista da parte del consiglio uscente potrebbe far emergere profili delicati: ad esempio, nelle public companies, il caso di cui al paragrafo (i), in assenza di ulteriori liste di minoranza, potrebbe consentire a un fondo attivista detentore di una partecipazione minima (anche del solo 1%) di ottenere un quinto del consiglio. Nel caso di cui al paragrafo (ii), se la lista del consiglio uscente vincesses ma senza ottenere la maggioranza assoluta dei voti, si procederebbe ad una allocazione proporzionale dei seggi, nel qual caso gli eletti della lista di minoranza più votata (da soli o sommando eventuali eletti della seconda lista di minoranza) potrebbero costituire la maggioranza degli eletti

Non si impone al consiglio uscente di presentare la lista, così mantenendo una discrezionalità sull'opportunità di proporla. Nei fatti tale scelta sarà legata anche ai rapporti del consiglio uscente con il socio di maggioranza, se esistente: con un azionista di riferimento vicino e incline a confermare la linea strategica, il consiglio di amministrazione potrebbe non presentare la lista, lasciando al socio il compito di presentarla, così evitando l'applicazione delle nuove regole

- Azioni a voto plurimo (Art. 13 del DDL Capitali)

L'art. 13 del DDL Capitali incrementa da tre a dieci il numero massimo di diritti di voto che possono

essere assegnati a ciascuna azione a voto plurimo¹³. Tale disposizione si applica solo alle nuove quotazioni infatti le azioni a voto plurimo possono essere introdotte solo nella fase pre-quotazione.

La modifica è principalmente volta a potenziare la flessibilità del nostro ordinamento societario e incoraggiare le società a capitale concentrato a intraprendere - senza il timore di perdere il controllo - la strada della quotazione

- Voto maggiorato (Art. 14 del DDL Capitali)

L'articolo 14 del DDL Capitali prevede l'integrale sostituzione dell'art. 127-*quinquies* del TUF in materia di voto maggiorato.

La nuova disciplina consente agli statuti di attribuire voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi. Inoltre, gli statuti possono altresì disporre l'attribuzione di un voto ulteriore alla scadenza di ogni successivo periodo di dodici mesi, fino a un massimo complessivo di dieci voti per azione.

Nei casi di fusione, scissione o trasformazione transfrontaliera se la società risultante da dette operazioni è una società con azioni quotate o in corso di quotazione, lo statuto può prevedere che, ai fini del computo del periodo continuativo di due anni, rilevi anche il periodo di titolarità ininterrotta maturato nella società incorporata, scissa o soggetta a trasformazione.

Se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. L'art. 14 del DDL Capitali prevede che gli statuti stabiliscano le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo

¹³ Cfr. Art. 2351, comma quarto, del Codice Civile.

in ogni caso un apposito elenco. Il DDL Capitali demanda altresì alla Consob il potere di adottare le disposizioni attuative dell'articolo in discussione al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni del TUF concernenti l'esercizio dei diritti dei soci.

Sempre se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato:

- è conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni; e
- si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale gratuito tramite la conversione di riserve, ai sensi dell'art. 2442 del Codice Civile.

Infine, da un lato, gli statuti possono prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato e, dall'altro, in caso di modifica dello statuto per consentire l'attribuzione di più di due voti deve essere consentito l'esercizio del diritto di recesso agli azionisti assenti o dissenzienti ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile.

Il potenziamento del voto maggiorato per le società quotate/quotande e del voto plurimo pre-quotazione provano a contrastare la fuga di emittenti italiani verso giurisdizioni maggiormente permissive quali i Paesi Bassi

Tuttavia, le previsioni hanno sollevato discussioni in merito all'equità del sistema introdotto nel rapporto tra soci a breve e a lungo termine, accentuando la differenza tra azionisti c.d. imprenditori e azionisti c.d. investitori

- Semplificazione delle modalità di rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto (Art. 17 del DDL Capitali)

L'attuale art. 24, comma primo, lettera c), TUF, dispone che la rappresentanza per l'esercizio dei

diritti di voto relativi a strumenti finanziari in gestione possa essere conferita con procura da rilasciarsi per iscritto, per ogni singola assemblea. Anche in questo caso si evidenziava un fenomeno di *gold-plating* della disciplina italiana.

L'art. 17 del DDL Capitali modifica tale norma prevedendo la possibilità di conferire al gestore di portafogli una delega che consenta di esercitare il diritto di voto in più eventi assembleari, in linea con la prassi di altri ordinamenti stranieri nonché con lo spirito della c.d. Direttiva *Shareholder Rights II*.

La modifica favorirà il coinvolgimento dei gestori di attivi nell'esercizio dei diritti di voce degli azionisti riducendo le onerose limitazioni per il conferimento delle deleghe di voto

c. *Supporto agli Investitori*

Il DDL Capitali si propone di incentivare l'investimento in strumenti finanziari e, quindi, facilitare la fruizione dei servizi di investimento, anche al fine di aumentare le risorse cui possono accedere le imprese emittenti che puntano a crescere mediante il ricorso ai mercati finanziari.

- Controparti qualificate (Art. 15 del DDL Capitali)

L'art. 15 del DDL Capitali estende agli enti previdenziali privati e privatizzati la qualifica di controparti qualificate ai fini della prestazione dei servizi di investimento.

La modifica, da un lato, riconosce in via definitiva le conoscenze e le esperienze di mercato che contraddistinguono questo tipo di investitori e, dall'altro, consente di evitare a tali soggetti e alle controparti con cui interagiscono, le procedure e i costi connessi alla necessità di vedersi riconosciuti come "clienti professionali su richiesta", incentivandone così il flusso degli investimenti

d. *Misure in tema di Autorità di vigilanza*

La nuova normativa modifica talune responsabilità e poteri della Consob e delle altre Autorità amministrative indipendenti.

- Potere di aumento delle soglie di flottante (Art. 6 del DDL Capitali)

L'art. 6 del DDL Capitali prevede la soppressione del potere di Consob di aumentare la soglia del capitale di un emittente quotato al superamento della quale trovano applicazione le ipotesi di obbligo di acquisto di cui all'art. 108 TUF¹⁴.

Tale potere – parzialmente discrezionale della Consob – non trova infatti origine nella disciplina europea dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria e non si riscontra in altri ordinamenti, con il rischio di potenziali asimmetrie oltre a problemi di certezza applicativa¹⁵.

Viene abrogata la norma che consentiva a Consob di aumentare la soglia oltre la quale scatta il diritto di sell-out, la quale non trovava riscontro in altri ordinamenti europei ed era oggetto di incertezza applicativa stante la diffusione di strumenti finanziari che replicano gli indici azionari con diverse modalità

- Responsabilità delle Autorità di Vigilanza (Art. 20 del DDL Capitali)

Gli operatori di mercato hanno spesso lamentato un'eccessiva lentezza dei procedimenti amministrativi e un approccio di vigilanza 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 le Autorità di settore a causa di un regime legale di responsabilità penalizzante rispetto ad altre Autorità.

L'attuale regime¹⁶ infatti prevede che nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo, le Autorità di Vigilanza (Banca d'Italia, Consob, Ivass, Covip e Autorità garante della concorrenza e del mercato), i componenti dei loro organi nonché i loro dipendenti rispondono dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave.

L'art. 20 del DDL Capitali introduce la possibilità per i terzi di agire direttamente contro le Autorità solo nel caso in cui questi abbiano subito un danno da parte di un soggetto vigilato da una delle Autorità, purché lo stesso sia conseguenza immediata e diretta della violazione di leggi o regolamenti sulla cui osservanza l'Autorità non ha svolto la propria funzione adeguatamente.

¹⁴ L'art. 108, comma secondo, TUF, attualmente dispone che chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta, se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Sul punto, il successivo art. 112 TUF dispone il potere della Consob di incrementare la soglia del novanta per cento per singole società, ove lo ritenga opportuno.

¹⁵ La disposizione poteva infatti creare difficoltà interpretative a carico degli emittenti, non potendo questi prevedere con ragionevole certezza la reale soglia al di sopra della quale sarebbe scattato l'obbligo al ripristino del flottante. Inoltre, i mercati di capitali europei vedono una crescente presenza di investitori professionali qualificati, come i fondi di investimento che replicano gli indici sulla base di metodologie diverse, che possono rendere la valutazione del flottante maggiormente complessa, rischiando di aumentare il carattere discrezionale dell'esercizio del potere da parte della Consob.

¹⁶ Cfr. Art. 24, comma 6-bis, della legge 28 dicembre 2005, n. 262.

La modifica del regime di responsabilità di Consob e delle altre Autorità di Vigilanza introdotta dal DDL Capitali si muove nella direzione auspicata dal mercato, ma non sembra sufficiente per sanare le criticità esistenti e da tempo individuate

In ogni caso, la delega al Governo per la riforma del TUF contenuta nell'art. 19 del DDL Capitali – vedi infra al paragrafo f. Riforma del TUF – prevede che si intervenga sul regime di responsabilità delle Autorità di Vigilanza in modo più organico

- Periodi di cooling-off e cooling-in (Art. 21 del DDL Capitali)

L'art. 21 del DDL Capitali propone alcune modifiche volte a rivalutare il regime di incompatibilità per il personale delle Autorità, ritenuto eccessivamente penalizzante.

In particolare:

- per i componenti degli organi di vertice e i dirigenti della Consob si riduce il periodo di incompatibilità da 2 anni a 1 anno dalla data di cessazione dell'incarico (c.d. *cooling-off*); e
- per l'ingresso in ruoli apicali delle Autorità amministrative indipendenti viene diminuito il periodo di incompatibilità da 2 anni a 1 anno (c.d. *cooling-in*).

L'allentamento delle attuali norme sulle condizioni di accesso e uscita dai ruoli dirigenziali della Consob (e altre Autorità) consentirà maggiore flessibilità ai funzionari che potranno essere assunti o decidere di lavorare altrove con modalità più snelle favorendo così lo scambio di competenze sul mercato

- Poteri sanzionatori della Consob (Art. 23 del DDL Capitali)

L'art. 23 del DDL Capitali riconosce alla Consob il potere di emettere le proprie decisioni in relazione a procedimenti sanzionatori (inclusi quelli per violazione della disciplina sugli abusi di mercato) senza accertare la relativa violazione ma chiudendo il procedimento sulla base di impegni presentati dal soggetto interessato che siano idonei a far venire meno i profili di lesione degli interessi degli investitori e del mercato oggetto di contestazione.

Inoltre, in caso di mancato rispetto degli impegni presi, i limiti edittali massimi della sanzione amministrativa pecuniaria prevista dalla normativa di riferimento sono aumentati del 10 %.

La possibilità di addivenire a soluzioni transattive dei procedimenti sanzionatori in materia di mercati finanziari dovrebbe comportare una riduzione del contenzioso

e. *Obbligazioni*

- Sottoscrizione di obbligazioni emesse da S.p.A. e di titoli di debito emessi da S.r.l. (Art. 7 del DDL Capitali)

L'art. 7 del DDL Capitali modifica la disciplina in materia di sottoscrizione di obbligazioni emesse da società per azioni e di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata.

L'art. 2412 del Codice Civile dispone che le società possano emettere obbligazioni per una somma non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale limite è superabile se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale e solo nel caso in cui la successiva circolazione degli strumenti verso investitori non professionali avvenga *pro solvendo* (di fatto l'articolo in questione prevede un obbligo di interposizione – ai fini di garantire la solvibilità del

credito – da parte di un investitore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale).

Il DDL Capitali dispone che limiti sopra menzionati non trovino applicazione in caso di emissioni sottoscritte, anche in sede di rivendita, esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali, qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione.

Quest'ultima semplificazione si applicherà anche a favore delle società a responsabilità limitata (art. 2483 del Codice Civile), ed è anch'essa volta a diminuire i costi per gli emittenti – nel caso specifico, rendendo facoltativa la garanzia a titolo oneroso prestata dall'investitore professionale –.

La modifica vuole agevolare le emissioni di strumenti di debito destinate a investitori professionali da parte delle società per azioni non quotate su mercati regolamentati (o s.r.l.).

In aggiunta, la rimozione dell'obbligo di interposizione – ai fini di garantire la solvibilità del credito – da parte di un investitore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale consentirà di ridurre i costi di provvista da parte di S.p.A. e S.r.l. in quanto la garanzia prestata dall'investitore professionale oggi richiesta risulta essere particolarmente onerosa

f. Riforma del TUF

Il DDL Capitali contiene infine una delega per la riforma della disciplina applicabile agli emittenti di cui al TUF e al Codice Civile. L'attesa riforma del TUF consentirà di allineare alcune norme entrate in vigore più di 25 anni fa con le mutate esigenze del sistema e di attuare una complessiva razionalizzazione della normativa sui capitali.

- **Delega al Governo (Art. 19 del DDL Capitali)**

L'art. 19 del DDL prevede che, sulla base della menzionata delega, il Governo adotti uno o più decreti legislativi per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati.

Nell'esercizio della delega il Governo dovrà osservare i seguenti principi e criteri, invero alquanto generici:

- sostenere la crescita del Paese;
- aumentare la competitività del mercato nazionale, semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti;
- facilitare il passaggio dalla quotazione nei mercati non regolamentati a quella nei mercati regolamentati;
- rivedere le regole in materia di attività di investimento privato per favorirne la massima diffusione;
 - semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina;
 - prevedere il riordino e l'aggiornamento della disciplina in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio;
 - contemperare il livello degli oneri amministrativi imposti alle imprese con l'esigenza di assicurare l'efficienza, l'efficacia e la rilevanza dei controlli;
 - assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni; e
 - aggiornare il regime di responsabilità delle autorità regolamentari e di vigilanza, quali Banca d'Italia e Consob.

...

CLEARY GOTTlieb