



CAMERA DEI DEPUTATI

VI Commissione Finanze

Disegno di legge A.C. 1515

Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti

Memoria tecnica della CONSOB

relativa agli articoli 12, 14 e 19

Roma, 16 novembre 2023

Indice

1) La presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione (art.12)	pag. 4
A. Approvazione, deposito e pubblicazione della lista del CdA uscente	pag. 4
B. votazione in assemblea	pag. 5
C. Ripartizione dei seggi in CdA	pag. 6
D. Presidenza del Comitato controlli e rischi	pag. 7
E. Delega alla Consob	pag. 8
2) La disciplina del voto maggiorato (art. 14)	pag. 9
3) La delega al Governo per la riforma organica del TUF e delle disposizioni del Codice civile in materia di società di capitali (art. 19)	pag. 15
4) Conclusioni	pag. 18

Signor Presidente, Onorevoli Deputati,

si svolgono di seguito alcune sintetiche considerazioni sul disegno di legge: “*Interventi a sostegno della competitività dei capitali*” (di seguito il “DDL”)¹, incentrando l’attenzione su tre aspetti che non sono stati oggetto della precedente audizione della CONSOB in quanto introdotti a seguito dell’esame da parte del Senato. Si tratta in particolare delle disposizioni del DDL relative: alla presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione (art.12); alla disciplina del voto maggiorato (art. 14) e alla delega al Governo per la riforma organica del TUF e delle disposizioni del Codice civile in materia di società di capitali (art. 19).

È opportuno premettere che i temi richiamati sono di grande rilevanza in quanto vertono su aspetti cruciali della *corporate governance* delle società quotate, ovvero, come nel caso della delega al Governo, prefigurano un ridisegno complessivo della disciplina applicabile al mercato dei capitali. Per tale motivo, nel definire gli interventi legislativi da attuare, è importante mantenere la più stretta coerenza con gli obiettivi che questo progetto di riforma si prefigge e che sono stati cristallizzati anche nei principi e nei criteri direttivi della delega contenuta nell’art.19 del DDL.

In sostanza, come è stato ricordato anche nel corso della precedente audizione svolta in Senato, l’opera di semplificazione e razionalizzazione della normativa di settore deve tendere al rilancio del mercato dei capitali domestico attraverso un recupero di competitività che possa essere in grado di attrarre gli investitori e di indirizzare il risparmio privato verso il finanziamento diretto dell’economia reale.

A tal fine occorre evitare, per quanto possibile, deviazioni dalle regole del diritto europeo e dalle *best practices* attuate nei principali mercati comunitari, ovvero di introdurre disposizioni che, se pur non si configurano come un vero e proprio *gold plating*, possano

¹ La Consob ha già avuto modo di esprimere alcune considerazioni sul DDL nel corso dell’audizione svolta in Senato il 20 giugno u.s. il cui testo per comodità si allega (cfr. All. 1).

rappresentare un *unicum* nel panorama internazionale, compromettendo gli obiettivi di semplificazione stabilità e comprensibilità della normativa di settore.

1) *La presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione (art.12)*

Il nuovo art. 12 del DDL, inserito a seguito dell'esame del testo in Senato, contempla espressamente la facoltà per le società quotate di prevedere in statuto che il consiglio di amministrazione uscente possa presentare una lista di candidati per l'elezione dell'organo amministrativo, dettando al tempo stesso una serie di condizioni per detta presentazione e definendo il meccanismo di elezione dei componenti del consiglio da seguire in tale ipotesi².

La presentazione di liste da parte del CdA nel sistema italiano del voto di lista presenta profili che, come noto, hanno indotto questo Istituto a “*richiamare l'attenzione delle società quotate e dei loro azionisti su alcune misure di trasparenza e condotta, anche emerse dalla prassi applicativa*” con riferimento al processo di formazione della lista del CdA (Richiamo di attenzione n. 1/2022).

Si ritiene opportuno rappresentare di seguito alcune considerazioni con riguardo ai presidi e meccanismi individuati a tal fine nella disposizione in esame.

A. *Approvazione, deposito e pubblicazione della lista del CdA uscente*

L'art. 12 prevede un *quorum* deliberativo rafforzato in sede di approvazione della lista del CdA, che appare volto a garantire un ampio consenso dei consiglieri alla presentazione e composizione di una lista da sottoporre ai soci.

È condivisibile il termine anticipato di deposito e pubblicazione della lista del CdA uscente (individuato nel quarantesimo giorno precedente la data dell'assemblea, comma 2

² Il comma 3 dell'art. 12 prevede che: “*gli emittenti provvedono all'adeguamento degli statuti in maniera da consentire l'applicazione delle disposizioni di cui al presente articolo a decorrere dalla prima assemblea convocata per una data successiva al 1° gennaio 2025*”.

dell'art. 147-ter.1), che consente ai soci la valutazione delle proposte del consiglio con congruo anticipo prima della presentazione di eventuali proprie liste, e che appare anche in linea con quanto evidenziato dall'Istituto nel Richiamo di attenzione n. 1/2022³.

B. *Votazione in assemblea*

Il meccanismo di votazione individuale di ciascun candidato, che la norma prevede a seguito della votazione per liste e nell'eventualità in cui la lista del consiglio risulti prima, sembra volto ad avvicinare la presentazione di candidature del CdA uscente alla prassi dei paesi esteri dove, a differenza dell'Italia, non vi è un voto su una "lista bloccata" né una riserva di almeno un posto per le minoranze, ma una votazione individuale rispetto a ciascun candidato che garantisce in parte, nel caso in cui il CdA presenti delle candidature, che i consiglieri siano eletti sulla base dell'espressione della volontà dei soci sui singoli candidati.

La previsione che richiede che la lista del CdA abbia un numero di candidati più ampio rispetto a quello dei componenti dell'organo da eleggere, sebbene rappresenti indubbiamente un fattore di ulteriore complessità nei processi di elezione dell'organo amministrativo e dunque un maggiore onere in sede di formazione della lista del CdA, è funzionale alla possibilità per l'assemblea di scegliere all'interno della lista del CdA i candidati più graditi. Inoltre, la presenza di candidati ulteriori nella lista di maggioranza appare facilitare, anche tramite i meccanismi statutari di scorrimento e sostituzione, il rispetto del criterio di riparto tra generi previsto dall'art. 147-ter, comma 1-ter, del TUF e degli ulteriori requisiti di composizione del *Board*.

Si evidenzia, altresì, come la previsione del voto individuale sui candidati possa rivelarsi problematica nell'applicazione alla luce anche dell'altra previsione del DDL (di cui all'art. 11) in materia di svolgimento delle assemblee esclusivamente per il tramite del rappresentante designato dalla società *ex art. 135-undecies* del TUF, su cui si è già avuto

³ Cfr. par. 2.3, lett. f) che "richiama l'attenzione sull'opportunità di una tempestiva pubblicazione della lista del consiglio contestualmente alla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea [i.e. entro il quarantesimo giorno precedente all'assemblea] ovvero, qualora non possibile, con congruo anticipo rispetto al termine per il deposito delle liste dei soci" (venticinquesimo giorno prima dell'assemblea).

modo di esprimere alcune perplessità (cfr. **All. 1**). In particolare, nelle società che dovessero optare per lo svolgimento delle assemblee esclusivamente per il tramite del rappresentante designato potrebbe risultare più complesso garantire ai soci, nel rispetto delle formalità previste dall'art. 135-*undecies* del TUF, il diritto ad esprimere il proprio voto in un momento antecedente all'assemblea, considerato che i moduli di delega dovrebbero contemplare preventivamente tutte le possibilità di scelta e le ipotesi di delibere richieste all'assemblea dalla norma in esame, compresa la possibilità di esprimere un voto su tutti i candidati della lista presentata dal CdA uscente. La maggiore complessità di gestione del voto da esprimere per il tramite del rappresentante designato in occasione dei rinnovi degli organi sociali potrebbe, quindi, tradursi in una minore partecipazione dei soci in termini di capitale sociale votante.

C. Ripartizione dei seggi in CdA

Sul tema della rappresentanza delle minoranze, la norma disciplina in modo molto articolato e analitico il criterio secondo cui le diverse liste (quella del CdA e quelle eventualmente presentate dai soci) concorrono all'attribuzione di posti in consiglio quando la lista del CdA risulti prima per numero di voti [comma 3, lett. *b*) dell'art. 147-*ter*.1].

Pur non essendo possibile svolgere una valutazione in termini generali degli effetti di tali disposizioni, in quanto tale valutazione dipende fortemente dai concreti assetti proprietari dell'emittente e dalla presentazione (ed esito della relativa votazione) di liste dei soci, appare comunque utile segnalare che:

- nel primo scenario – ossia nel caso in cui le prime due liste di minoranza in ordine di consensi ottengano complessivamente meno del 20% dei voti assembleari - gli statuti potrebbero attribuire alle minoranze un numero di seggi pari o superiore al 20% anche laddove i voti da queste ricevuti siano inferiori a tale quota, con ciò garantendo loro un “premio” in termini di rappresentanza più che proporzionale rispetto alla partecipazione detenuta e ai voti raccolti;
- nel secondo scenario - ossia nel caso in cui le prime due liste di minoranza dei soci ottengano complessivamente più del 20% dei voti assembleari - l'applicazione del criterio proporzionale previsto per tale ipotesi determinerebbe una composizione

dell'organo più rispondente alle votazioni assembleari, ma senza un premio di maggioranza alla lista risultata vincitrice; pertanto, potrebbero anche presentarsi “casi limite” in cui la lista del CdA arrivata prima per numero di voti (con una maggioranza relativa dei consensi) non nomina la maggioranza dei consiglieri;

- la norma non chiarisce poi come debbano essere ripartiti i posti in consiglio nell'ipotesi in cui la lista del CdA non risulti prima per numero di voti in assemblea. Non è chiaro, infatti, se, in tale ipotesi, il posto in consiglio che la legge riserva ai soci di minoranza possa essere tratto dalla lista del CdA⁴. Su tale aspetto sarebbe utile un chiarimento normativo.

D. Presidenza del Comitato controlli e rischi

La norma richiede, infine, che l'eventuale comitato avente competenze in tema di controlli e rischi (quale il comitato controllo e rischi raccomandato dall'autodisciplina) sia presieduto da un amministratore indipendente nominato dalle liste di minoranza dei soci. Tale criterio limita la capacità del CdA, una volta eletto, di assegnare la presidenza di tale comitato all'amministratore con le competenze più adatte anche a coordinarne i lavori, a prescindere dalla lista (di maggioranza o minoranza) da cui provenga. È importante, infatti, che tale scelta possa tener conto di tutte le professionalità presenti nel consiglio (anziché esclusivamente dei soli consiglieri candidati dalle liste di minoranza), così assicurando che il ruolo di presidente di un comitato centrale per il monitoraggio del sistema di controllo e dei rischi sia ricoperto dalla figura più adatta, anche in considerazione della complessità del settore in cui opera la società.

Pertanto, laddove il Legislatore intendesse comunque mantenere una disposizione in merito alla composizione del comitato controllo e rischi, sarebbe preferibile una riformulazione della norma che si limitasse a richiedere la presenza all'interno del comitato

⁴ Cfr. art. 147-ter, comma 3, del TUF: “Salvo quanto previsto dall'articolo 2409-septiesdecies del codice civile, almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti. Nelle società organizzate secondo il sistema monistico, il componente espresso dalla lista di minoranza deve essere in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza determinati ai sensi dell'articolo 148, commi 3 e 4. Il difetto dei requisiti determina la decadenza dalla carica”.

in esame di (almeno) un amministratore indipendente nominato dalle liste di minoranza dei soci, ove presente.

E. Delega alla Consob

Quanto alla specifica delega alla Consob a stabilire disposizioni attuative della norma in commento, si evidenzia, in primo luogo, che il termine previsto di soli trenta giorni non è compatibile con i tempi indispensabili all'Istituto per eseguire detta delega, considerata la tempistica strettamente necessaria per svolgere una consultazione pubblica con il mercato per l'adozione del regolamento e valutarne gli esiti⁵. In secondo luogo, si ritiene opportuno rilevare che non è chiaro, allo stato, rispetto a quali aspetti dovrebbe essere esercitata la delega regolamentare da parte della Consob, considerato l'elevato livello di dettaglio della disposizione proposta a livello primario.

Anche in assenza di una delega regolamentare, la Consob svolgerebbe in ogni caso una vigilanza sulla compatibilità delle clausole statutarie che saranno eventualmente introdotte dagli emittenti con il sistema delle norme applicabili, nonché sul processo che sarà seguito dai CdA nella predisposizione delle liste e sul rispetto delle regole in tema di meccanismo di elezione dei componenti l'organo amministrativo.

In assenza di più specifiche indicazioni del Legislatore, si ritiene pertanto opportuno valutare di prevedere una facoltà e non un obbligo per la Consob di intervenire a livello regolamentare, facoltà da esercitarsi nel caso in cui la prassi applicativa faccia sorgere la necessità di prevedere disposizioni attuative che risolvano eventuali dubbi o difetti di coordinamento tra norme. Laddove, invece, permanga l'obbligo di adottare disposizioni attuative, si segnala la necessità di prolungare il termine per l'emanazione delle stesse, tenuto anche conto della necessità di svolgere una consultazione con il mercato, e di specificare gli aspetti da disciplinare.

⁵ Si rammenta che ai sensi del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale, adottato dalla Consob con delibera n. 19654 del 5 luglio 2016 e successivamente modificato con delibera n. 22203 del 10 febbraio 2022, la Consob è tenuta ad adottare gli atti di regolazione generale previa consultazione del mercato. Inoltre, il termine ordinario previsto nel citato regolamento per lo svolgimento della consultazione è di 60 giorni.

2) *La disciplina del voto maggiorato (art. 14)*

Il nuovo art. 14 del DDL, nella formulazione deliberata ad esito dell'esame del testo da parte del Senato, prevede la sostituzione del vigente art. 127-*quinquies* del TUF con un nuovo articolo, volto non già a modificare *in toto* la disciplina vigente in materia di voto maggiorato, ma ad integrarla con una nuova facoltà per le società. In particolare, il nuovo art. 127-*quinquies* del TUF, come formulato nell'art. 14, comma 1, lett. *b*), del DDL, consentirebbe alle società che adottino il meccanismo del voto maggiorato di prevedere altresì in statuto (*opt-in*) che, oltre alla maggiorazione ordinaria pari a due voti per azione che può essere conseguita dopo un periodo di possesso dell'azione ininterrotto pari a minimo 2 anni, i diritti di voto possano essere ulteriormente incrementati nella misura di un voto per azione per ogni periodo di 12 mesi di possesso continuato delle azioni, fino al raggiungimento complessivo di massimo 10 voti per azione, secondo un meccanismo *step-up*. A differenza del meccanismo di voto maggiorato già vigente, alla previsione in statuto di tale ulteriore incremento fino a 10 voti per azione conseguirebbe il diritto di recesso per gli azionisti che non abbiano contribuito alla delibera assembleare di modifica dello statuto.

Inoltre, verrebbe introdotta una disciplina di favore per il compimento di operazioni straordinarie di fusione, scissione o trasformazione transfrontaliere in base alla quale lo statuto può prevedere che, ai fini del computo del periodo continuativo di due anni per la maturazione della maggiorazione di voto nella misura ordinaria di 2 voti per azione, rilevi anche il periodo di titolarità ininterrotta maturato nella società incorporata, scissa o soggetta a trasformazione (art. 14, nuovo comma 8-*bis*).

Con riferimento al nuovo art. 14 del DDL in materia di voto maggiorato, l'ulteriore meccanismo incrementale del diritto di voto fino ad un massimo di dieci voti per azione a voto maggiorato presenta diversi profili di criticità alla luce delle seguenti considerazioni:

- analisi svolte internamente sull'applicazione del voto maggiorato sin dalla sua prima introduzione nel 2014 mostrano che tale istituto è stato utilizzato prevalentemente da azionisti già di controllo e non da investitori istituzionali, al fine di consolidare ulteriormente il livello di concentrazione degli assetti

- proprietari, peraltro in misura rilevante già con l'applicazione del *voting ratio* oggi vigente pari a 2 voti per azione⁶, senza necessità di incrementare in misura correlata l'impegno economico nella società, con una forte scissione fra il potere di determinare la volontà dell'emittente e il rischio correlato al possesso delle azioni;
- l'effetto di *leverage* con un moltiplicatore fino a 10 voti per azione risulterebbe molto rilevante rispetto a quello connesso alla misura della maggioranza oggi vigente: ad esempio, nel caso in cui l'azionista X che detiene il 50% del capitale su un numero complessivo pari a 100 diritti di voto conseguia la maggioranza nella misura massima consentita potrebbe detenere l'80% dei diritti di voto dopo un periodo di detenzione ininterrotta di 4 anni e circa il 91% dei diritti di voto (500 su 550 diritti di voto) in caso di detenzione per il periodo massimo di 10 anni (simulazione che non tiene conto di eventuali maggiorazioni di altri soci). Analogamente un socio con il 10% del capitale arriverebbe in 3 anni a detenere circa il 23% dei diritti di voto (una soglia molto vicina a quella prevista per il lancio dell'OPA obbligatoria nelle società non PMI). Per converso, l'azionista Y che detiene il 10% dei diritti di voto e non intende vincolare le proprie azioni si troverebbe a essere diluito (per effetto della maggioranza di X nella misura massima dopo 10 anni) con una partecipazione pari all'1,8% dei diritti di voto;
 - non sono previsti adeguati presidi a tutela delle minoranze neanche nel caso dell'attribuzione del voto maggiorato nella misura massima consentita dal comma 1-bis del nuovo art. 127-*quinquies* del TUF in esame, nonostante tale *ratio* possa comportare, come sopra visto, un rilevante effetto di *leverage* rispetto alla misura della maggioranza già vigente. Infatti, tenuto conto delle disposizioni che regolano la determinazione del prezzo del recesso (art. 2437-*ter*, comma 3, c.c.), va

⁶ Vedi Consob, *Rapporto sulla Corporate Governance*, 2021, nel quale il valore medio del *wedge* tra diritti di voto e diritti al dividendo associato all'applicazione della maggioranza dei diritti di voto è pari a 12,6% nel 2020 e del 12,7% nel 2021. Tale valore risulta superiore al valore medio del medesimo *wedge* tra potere di controllo e diritti ai dividendi associato all'esistenza di un gruppo piramidale verticale (10,3 % nel 2020). Al contrario, la letteratura non mostra risultati univoci sugli effetti della maturazione del voto maggiorato sugli indicatori dell'andamento economico-finanziario delle società, evidenziando però impatti negativi sul livello degli investimenti e sulle spese in ricerca e sviluppo. Vedi Bajo E., Barbi M., Bigelli M., Crocci E. (2020) *Bolstering family control: Evidence from loyalty shares*, *Journal of Corporate Finance*, 65, 1017-1055, sull'applicazione del voto maggiorato in Italia. Considerazioni simili sono rappresentate sugli effetti applicativi del voto maggiorato in Belgio: cfr. S. Declercq, J. Delvoie, T. Monnens, T. Vos, *Loyalty Voting Rights in Belgium: Nothing More than a Control-Enhancing Mechanism?*, in *European Company and Financial Law Review*, 2023.

considerato che anche la possibilità di esercitare tale diritto, unico presidio introdotto dal comma 6 del nuovo art. 127-*quinquies* in esame, potrebbe non sempre rappresentare una valida tutela per gli azionisti di minoranza, in particolare in tutti quei casi in cui le negoziazioni di mercato non riflettano adeguatamente il valore patrimoniale della società, sia per le ridotte dimensioni del flottante sia per altre caratteristiche della società;

- l'assenza di adeguate tutele per le minoranze appare particolarmente critica nel caso delle operazioni straordinarie transfrontaliere menzionate nel comma 8-*bis* del nuovo art. 127-*quinquies* del TUF, dove gli azionisti di minoranza della società incorporante, nel caso in cui il voto maggiorato non sia previsto nello statuto della società prima dell'operazione, subirebbero gli effetti diluitivi connessi al voto maggiorato già al momento dell'esecuzione dell'operazione straordinaria, grazie alla conservazione del periodo di possesso continuato pregresso riconosciuta agli azionisti della sola società incorporata, eventualmente anche non quotata, dando luogo anche a disparità di trattamento non ragionevoli;
- da un punto di vista comparatistico, si segnala che nell'ordinamento olandese non sussiste una disciplina specifica del voto maggiorato simile a quella prevista dall'art. 14 del DDL. Come sottolineato anche dalla giurisprudenza, tali strutture di voto sono consentite, purché non ledano il principio di parità di trattamento degli azionisti e il principio di proporzionalità. Viceversa, negli ordinamenti in cui l'istituto della maggiorazione dei diritti di voto connessa al possesso continuativo delle azioni risulta disciplinato organicamente in maniera analoga a quello italiano (c.d. *loyalty shares*, Francia, Belgio e Spagna) il *maximum voting ratio* individuato è sempre pari a 2 voti per azione;
- la proposta di direttiva in materia di azioni a voto multiplo inserita nel c.d. pacchetto *Listing Act* offre alcune importanti indicazioni circa gli strumenti ritenuti idonei a tutelare gli investitori di minoranza in presenza di strutture azionarie *dual class*: in tale direttiva il diritto di recesso non è menzionato tra tali strumenti, mentre vengono indicate, come possibili misure da adottare a tutela delle minoranze, la previsione di *sunset clause* o l'inserimento di *quorum* rafforzati per l'adozione di fondamentali delibere assembleari in modo da limitare l'effetto di amplificazione del potere di voto di alcuni azionisti. L'evoluzione del processo legislativo in sede

europea non può che rappresentare un utile spunto di riflessione dal punto di vista interno, in considerazione della necessità di garantire una coerenza delle regole applicabili sia al voto maggiorato che alle azioni a voto plurimo (solo quest'ultime, infatti, sono oggetto di disciplina nella proposta di Direttiva citata);

- l'ulteriore incremento dei diritti di voto fino a 10 voti per azione potrebbe rivelarsi particolarmente critico sul piano della trasparenza degli assetti proprietari e, conseguentemente sul mercato del controllo societario, con possibili effetti sul regolare andamento delle negoziazioni. Al riguardo, deve segnalarsi che dall'esperienza pratica è emerso che già la gestione dell'attribuzione della maggiorazione del voto nella misura ordinaria (2 voti per azione) e delle eventuali rinunce a detta attribuzione risulta particolarmente complicata e onerosa per gli azionisti in tutti quei casi in cui la partecipazione azionaria sia vicina (per eccesso o per difetto) alle soglie di rilevanza previste dall'art. 120 del TUF: ciò perché di frequente l'eventuale superamento (o riduzione al di sotto) di tali soglie non consegue esclusivamente dalla maturazione del beneficio (o dalla sua rinuncia) da parte del singolo azionista che abbia iscritto la propria partecipazione nel registro per il voto maggiorato, ma anche dalla maturazione del medesimo beneficio (e/o dalla successiva rinuncia allo stesso) da parte degli altri azionisti, poiché ogni mutazione nella misura dei diritti di voto attribuiti in base a detto istituto modifica l'ammontare complessivo dei diritti di voto sulla base del quale va calcolato il superamento o meno delle soglie di rilevanza per le comunicazioni ai sensi dell'art.120 del TUF. Tenendo conto che l'aggiornamento dell'ammontare complessivo dei diritti di voto attribuiti va operato su base mensile, un eventuale incremento della misura massima del voto maggiorato fino a 10 voti per azione non potrà che rendere ulteriormente sensibili i mutamenti delle quote di partecipazione di ogni azionista rispetto alle periodiche attribuzioni delle maggiorazioni dei diritti di voto, aumentando l'incertezza del quadro informativo relativo agli assetti proprietari, con possibili ripercussioni anche sull'andamento delle negoziazioni;
- la gestione dell'ulteriore maggiorazione del voto nella misura fino a 10 voti risulterebbe particolarmente onerosa anche per gli intermediari depositari tenuti al rilascio delle relative certificazioni e comunicazioni per l'accertamento del possesso continuato delle azioni, che già oggi per la gestione del meccanismo di

voto maggiorato vigente devono utilizzare codici ISIN diversi per l'identificazione delle azioni in situazioni diverse (azioni iscritte nel registro, azioni che hanno maturato la maggiorazione, azioni ordinarie). Con un meccanismo incrementale ulteriore detti codici sarebbero destinati a crescere, con evidenti complicazioni nella gestione dei conti di deposito titoli degli azionisti e quindi dei costi a questi associati;

- da ultimo si evidenzia il rischio che, attraverso i meccanismi di incremento dei diritti di voto per effetto della maggiorazione ed eventuale rinuncia alla maggiorazione da parte di altri soci, si potrebbero verificare ipotesi collusive - di difficile accertamento - che potrebbero condurre al superamento passivo di soglie OPA rilevanti (e come tale esente dall'adempimento dei relativi obblighi, come stabilito dall'art. 49, comma 1, lett. *d*)-*bis*, del Regolamento Emittenti), riducendosi quindi i presidi di tutela per gli azionisti di minoranza a fronte dell'acquisizione del controllo della società quotata.

* * *

Il nuovo art. 14 del DDL introduce altresì un nuovo comma all'art. 106 del TUF stabilendo un'esenzione dall'obbligo di OPA nel caso in cui tale obbligo derivi dal superamento delle relative soglie per effetto della maggiorazione dei diritti di voto allorché tale maggiorazione sia conseguente ad un'operazione di fusione, trasformazione transfrontaliera o scissione proporzionale realizzata ai sensi del decreto legislativo 2 marzo 2023, n. 19 e sempre che non si determini una modifica del rapporto di controllo, diretto od indiretto, sulla società risultante da tali operazioni.

Come noto, il sistema normativo vigente stabilisce l'obbligo di OPA per il superamento di una soglia di partecipazione fissa (25% per società non PMI e 30%) nonché per il c.d. "*consolidamento*" della partecipazione superiore al 30% ma inferiore al 50% in misura fissa (5% su base annua) e, sul piano delle esenzioni, già prevede un'esenzione riferita al voto maggiorato in caso di superamento delle soglie che risulti indipendente dalla volontà del soggetto per operazioni di carattere passivo nonché, con particolare riferimento alle operazioni di fusione e scissione che si applichi un'esenzione ove la delibera di fusione o scissione sia adottata mediante l'approvazione della relativa delibera da parte delle minoranze (il c.d. *whitewash*).

La modifica normativa proposta dall'art. 14 del DDL:

- stabilirebbe la necessità di una verifica circa l'assenza di una modifica del rapporto di controllo, diretto od indiretto, sulla società risultante da dette operazioni. Si rileva, in proposito, che, sia a livello di Direttiva OPA - che rimette alla legislazione nazionale la determinazione della percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo - che di disciplina nazionale, ai fini della sussistenza dell'obbligo di OPA non rileva l'accertamento dell'acquisizione di una partecipazione di controllo, ma esclusivamente il superamento di soglie fisse in cui il controllo è presunto (analogamente anche per il c.d. consolidamento del controllo vengono previste soglie fisse) e, dunque, non appare coerente, sul piano sistematico, introdurre una tale verifica in ordine all'eventuale modifica o meno del controllo la quale, peraltro – trattandosi di accertamento caso per caso – avrebbe conseguenti riflessi sulla certezza applicativa;
- per altro verso, tale norma introdurrebbe un criterio diverso e sovrapposto rispetto all'esenzione già esistente per le fusioni/scissioni, applicabile alle sole fusioni/scissioni transfrontaliere e al solo caso in cui l'acquisto rilevante ai fini OPA sia determinato dalla maggioranza dei voti. Si tratterebbe, pertanto, di una misura che introdurrebbe un trattamento sperequativo senza giustificazione nei confronti degli azionisti che si trovassero nella situazione riguardata dalla norma - fusione transfrontaliera e acquisto da maggioranza e non da compravendita di azioni - rispetto agli azionisti di emittenti che non abbiano introdotto la maggioranza e che siano coinvolti in fusioni domestiche, con conseguenti riflessi anche sull'ottemperanza al principio di parità di trattamento di cui all'art. 3 della Direttiva OPA;
- tale esenzione opererebbe senza applicazione del meccanismo del *whitewash* che attribuisce un ruolo determinante al voto delle minoranze, se presenti, ritenuto essenziale nei casi in cui vi sia un interesse contrapposto (del nuovo azionista a non effettuare l'OPA e degli azionisti di minoranza a vedersi riconosciuto tale obbligo);
- sotto il profilo della coerenza della norma con gli obiettivi del DDL essa non appare in linea con l'obiettivo di favorire l'attrattività dei mercati dei capitali italiani, tenuto conto che l'eventuale maggiore attrattività che, in ipotesi, si verrebbe a realizzare per

gli emittenti e i relativi azionisti di controllo sarebbe controbilanciata dalla minore attrattiva specialmente da parte degli investitori istituzionali (anche esteri) tenuto conto della maggiore incertezza applicativa in relazione all'OPA obbligatoria e del minore coinvolgimento delle minoranze.

3) La delega al Governo per la riforma organica del TUF e delle disposizioni del Codice civile in materia di società di capitali (art. 19)

Il testo sottoposto all'esame della Camera contiene, come anticipato, una delega al Governo per adottare uno o più decreti legislativi recanti la revisione del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF) e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile applicabili anche agli emittenti (art. 19).

I criteri di delega intervengono su una serie variegata di materie che, tra l'altro, comprendono la disciplina degli emittenti (ivi incluso il sistema sanzionatorio, le operazioni con parti correlate, i sistemi di moltiplicazione del diritto di voto); il fenomeno del c.d. *translisting* (ossia i passaggi dal mercato non regolamentato a quello regolamentato); l'appello al pubblico risparmio; le regole di governo societario; il meccanismo dei controlli interni; le regole in materia di attività di investimento privato, nonché il regime di responsabilità delle autorità di supervisione del sistema finanziario.

Il *focus* specifico, previsto dai criteri citati, è, come accennato, quello di favorire la competitività del mercato nazionale, lo sviluppo delle PMI e l'eliminazione di oneri amministrativi.

Tale delega legislativa, da esercitarsi entro 12 mesi dalla futura data di entrata in vigore della legge in esame, prevede tra l'altro il coordinamento delle norme del TUF con quelle del Testo unico bancario, del Codice delle assicurazioni private e con la disciplina delle forme pensionistiche complementari, per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative.

L'intenzione è dunque quella di avviare una complessiva revisione del TUF che tenga conto delle progressive stratificazioni normative intervenute nel corso degli anni nonché della costante evoluzione, anche tecnologica, dei mercati finanziari, in modo da creare sinergie tra le diverse fonti normative, e ridurre gli oneri di *compliance*.

Va tuttavia evidenziata la necessità che, indipendentemente dalle soluzioni che saranno adottate (stante anche l'ampiezza dei criteri di delega), il Legislatore tenga presente l'esigenza di preservare la stabilità delle regole, in quanto tale aspetto rappresenta un fattore determinante per le scelte di investimento che saranno adottate, specie da parte degli investitori istituzionali, nei confronti delle società italiane.

Ciò in considerazione del fatto che alcuni criteri di delega incidono su materie che sono oggetto, contestualmente, di intervento da parte di altre disposizioni dello stesso disegno di legge, quali il voto multiplo (disciplinato negli articoli 13 e 14 del DDL, sia con riferimento alle azioni a voto plurimo, che alle azioni a voto maggiorato), la presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione (disciplinata nell'art.12 del DDL) e il regime della responsabilità civile delle Autorità indipendenti (disciplinato nell'art. 20 del DDL).

Ad esempio, l'introduzione delle nuove disposizioni in materia di voto plurimo contenute nel DDL, in presenza di una delega concernente i "*sistemi di moltiplicazione del diritto di voto*", potrebbe arrecare pregiudizio alla stabilità della normativa applicabile in materia anche tenendo conto dei tempi necessari alle società interessate per adeguarsi alle nuove regole. A ciò si aggiunga che la nuova disciplina di cui all'art. 14 del DDL comporterà la necessità per la CONSOB di procedere a una revisione delle disposizioni regolamentari attuative in materia di trasparenza degli assetti proprietari, per tenere conto delle nuove variazioni degli assetti proprietari che dovranno essere notificate all'Autorità e rese pubbliche. Ciò comporta che la CONSOB dovrà emanare disposizioni attuative delle nuove regole in pendenza del termine previsto per l'esercizio della delega legislativa, la quale potrebbe nuovamente modificare le pertinenti disposizioni di rango primario.

Peraltro, va rammentato che la materia del voto plurimo, con particolare riferimento ai presidi di tutela da introdurre a garanzia degli interessi degli investitori, è una delle tematiche che compongono il negoziato europeo sul c.d. *Listing Act* - la cui fase di trilogio interistituzionale dovrebbe aprirsi a breve - per cui le nuove disposizioni nazionali nelle materie anzidette dovranno necessariamente tenere conto delle regole europee che saranno emanate ad esito di tale negoziato.

Anche le disposizioni contenute nel DDL in materia di modalità di svolgimento delle assemblee (art. 11) e la lista del CdA (art. 12), potrebbero essere oggetto di riforma in esecuzione del più ampio criterio di delega sulla semplificazione delle “*regole di governo societario*” che tra l’altro fa esplicito riferimento alle “*regole previste dai codici di autodisciplina*” prefigurando quindi una disciplina potenzialmente difforme da quella contenuta nelle citate disposizioni del DDL.

Sempre in materia di regole per la presentazione della lista del CdA occorre rilevare che l’art. 12, comma 3, del DDL prevede che: “*Gli emittenti provvedono all’adeguamento degli statuti in maniera da consentire l’applicazione delle disposizioni di cui al presente articolo a decorrere dalla prima assemblea convocata per una data successiva al 1° gennaio 2025*”. Pertanto, le norme emanate in virtù della delega prevista all’art.19 (che - come si ricorderà - ha una durata di dodici mesi dall’entrata in vigore del DDL) potrebbero intervenire in prossimità o in un momento immediatamente successivo a quello in cui devono essere compiute le scelte statutarie in materia di lista del CdA.

Lo stesso può dirsi infine con riguardo alla tematica della responsabilità civile delle autorità di supervisione del sistema finanziario, anch’essa oggetto sia di una specifica disposizione del DDL (art. 20) che di un apposito criterio di delega nell’ambito dell’art.19, con il rischio che l’avvicinarsi in uno stretto lasso di tempo di diversi regimi di responsabilità possa rappresentare un fattore di scarsa chiarezza e di aggravamento del contenzioso.

4) Conclusioni

Alla luce di quanto sopra, sarebbe auspicabile assicurare un intervento sistematico stabile e coerente con gli obiettivi proposti, affrontando i temi relativi alla *corporate governance* delle società quotate, nonché quelli attinenti alla responsabilità civile delle autorità di vigilanza, esclusivamente nell'ambito della delega prevista dall'art. 19 del DDL. Ciò consentirebbe di evitare che, su argomenti di grande rilevanza, vi sia un rapido susseguirsi di disposizioni normative che non favorirebbe la competitività e l'attrattività della piazza finanziaria italiana.

Inoltre, i maggiori approfondimenti consentiti dallo strumento della delega consentirebbero di individuare le soluzioni normative più efficienti in grado di rimuovere gli ostacoli allo sviluppo dei mercati e garantire un maggiore allineamento con la normativa europea in corso di definizione. Si potrebbe in sostanza proseguire la positiva esperienza maturata nel contesto dei lavori propedeutici alla stesura del Libro Verde del MEF sulla competitività dei mercati finanziari, che ha visto la partecipazione delle autorità di vigilanza e degli *stakeholders* e che ha consentito un'attenta valutazione, sia sotto il profilo quantitativo che qualitativo, dell'impatto delle misure da adottare.