

Senato della Repubblica
14[^] Commissione Politiche dell'Unione europea

Disegno di Legge di delegazione europea
(Atto Senato n. 944)

Audizione informale del Direttore generale dell'Assonime
Stefano Micossi

Roma, 31 gennaio 2019

assonime

Associazione fra le società
italiane per azioni

1. Introduzione

Il Disegno di legge di delegazione europea 2018 (in seguito anche solo “DDL”), oggetto di questa audizione, comprende il recepimento di due atti di regolazione di estrema importanza per le imprese, in quanto incidono su aspetti chiave dell’accesso al mercato dei capitali e dei rapporti con gli investitori.

Il Regolamento (UE) 2017/1129 (in seguito anche solo “Regolamento Prospetto”) e la Direttiva (UE) 2017/828 (in seguito anche solo “Direttiva”) fanno parte infatti del grande processo di riforma avviato dall’Unione europea a partire dalla crisi finanziaria per rafforzare l’integrazione del mercato europeo dei capitali e incoraggiare un maggior orientamento al lungo periodo delle imprese e degli investitori.

È nostra opinione che queste finalità siano fondamentali per il progresso economico e sociale delle economie europee, mentre i risultati raggiunti sono parziali e ancora inadeguati rispetto all’ambizione degli obiettivi posti.

2. L’adeguamento della normativa nazionale al Regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto

Il Regolamento Prospetto è stato uno dei primi provvedimenti adottati nel quadro del progetto Capital Markets Union che non ha però risolto i problemi alla base della scarsa propensione delle imprese europee ad accedere al mercato dei capitali:

- i costi elevati per produrre, in occasione dell’offerta al pubblico di strumenti finanziari, documenti informativi voluminosi, dettagliati e di scarsa utilità per gli investitori;
- la difficoltà di realizzare offerte su scala europea, cioè rivolte agli investitori di tutti i paesi dell’Unione europea, senza dover produrre documenti sottoposti allo scrutinio, spesso secondo criteri e procedure non omogenee, delle autorità di vigilanza di ogni paese interessato.

La produzione del prospetto rappresenta uno dei principali costi dell’accesso al mercato dei capitali, ed essendo in gran parte un costo indipendente dalle dimensioni dell’offerta, ha un effetto tipicamente regressivo incidendo soprattutto sulle imprese più piccole, che più avrebbero bisogno di aumentare la raccolta sul mercato per finanziare il loro sviluppo. La nuova disciplina introdotta con il Regolamento Prospetto ha introdotto alcune semplificazioni, ma non ha sostanzialmente ridotto i costi, né intaccato il fatto che il prospetto svolge soprattutto una funzione protettiva dalle responsabilità legali dei diversi soggetti coinvolti nella sua redazione e predisposizione invece che fornire un’efficace informazione ai potenziali investitori.

il Regolamento Prospetto appare insoddisfacente soprattutto rispetto all'obiettivo di superare l'attuale frammentazione del mercato europeo che. La scelta di adottare un Regolamento, rispetto alla della Direttiva che precedentemente disciplinava la materia del Prospetto, poteva rappresentare l'occasione per realizzare una piena armonizzazione e per imporre standard e prassi di vigilanza comuni. In pratica, invece, il Regolamento Prospetto, pur definendo un generale indirizzo verso una maggiore armonizzazione, lascia ampi margini di discrezionalità alle autorità nazionali nel definire e applicare le procedure di approvazione dei documenti informativi, con potenziali ricadute sui costi e i tempi di approvazione, soprattutto per le offerte che si rivolgano ai mercati di diversi paesi europei.

La frammentazione dei meccanismi di approvazione dei prospetti appare particolarmente dannosa sulla raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese europee. Già oggi, e anche quando il nuovo Regolamento Prospetto sarà operativo, è difficile evitare che le imprese che vogliono realizzare offerte di dimensioni significative rispetto alle dimensioni dei singoli mercati nazionali si rivolgano al mercato dei capitali americano, dove per accedere ad un mercato ampio e liquido è sufficiente un solo documento informativo sottoposto ad un'unica procedura di approvazione. La stessa operazione rivolta a tutti i paesi europei continuerà a richiedere il coinvolgimento delle varie Autorità nazionali, con oneri di traduzione e procedurali elevati e tempi di realizzazione difficilmente prevedibili. Si pensi, al riguardo, a quanto è avvenuto nel 2018 con la società svedese Spotify, una delle poche imprese europee con grandi prospettive di crescita nel campo del settore digitale, che ha preferito quotarsi a New York invece che su una piazza europea. Si è trattato di una perdita importante per il mercato europeo se si considera che la quotazione di Spotify è stata una delle più importanti realizzate nel 2018 sul mercato americano, la terza per dimensione di sempre nel settore *hi-tech*, dopo Alibaba e Facebook.

Assonime ritiene quindi che il Regolamento Prospetto costituisca un'occasione perduta e che sarebbe opportuno utilizzare le prossime revisioni periodiche della normativa europea per affrontare con più decisione i problemi ancora esistenti, soprattutto quello relativo al superamento dell'attuale frammentazione applicativa.

In questa prospettiva sarebbe opportuno, in particolare, valorizzare maggiormente l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) che, oltre a un ruolo più incisivo nella convergenza degli standard di vigilanza, potrebbe assumere compiti di vigilanza diretta sulle offerte paneuropee, così come anche su altri fenomeni che hanno una naturale dimensione sovranazionale. Ricordo come negli Stati Uniti la creazione di un'autorità di vigilanza federale, la Securities Exchange Commission, con competenza centralizzata sulle offerte al pubblico di strumenti finanziari, abbia costituito negli anni '30 del '900, anche allora a seguito della crisi finanziaria, il passo fondamentale per la creazione di un mercato dei capitali veramente integrato.

È in questo quadro di ancora parziale armonizzazione sostanziale della disciplina europea sull'accesso delle imprese al mercato dei capitali che si pone l'adeguamento della disciplina italiana alle disposizioni del Regolamento Prospetto che è oggetto del DDL 2018.

I compiti attribuiti al Governo riguardano essenzialmente l'eliminazione delle attuali previsioni nazionali che sono sostituite dalle norme direttamente applicabili del Regolamento Prospetto e il necessario coordinamento con le altre norme nazionali. A tale riguardo, i principi e i criteri direttivi previsti dal DDL 2018 appaiono adeguati.

Aspetti più rilevanti sono coinvolti per l'esercizio dell'opzione che il Regolamento Prospetto attribuisce agli Stati membri relativamente alla soglia di esenzione dell'obbligo di pubblicare il prospetto. Il DDL, nell'attribuire alla Consob il potere di esercizio delle opzioni previste dal Regolamento, indica opportunamente tra i criteri direttivi quello di assicurare la proporzionalità degli oneri amministrativi per le imprese interessate.

3. Il recepimento della Direttiva 2017/828/UE che riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti

L'articolo 6 del DDL è dedicato all'attuazione della Direttiva europea 2017/828/UE, volta principalmente a rafforzare e facilitare l'esercizio dei diritti partecipativi dei soci e irrobustire alcuni presidi di *governance* per la gestione delle situazioni che possono essere maggiormente influenzate da situazioni di conflitto di interessi.

La Direttiva modifica la precedente Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti delle società quotate che aveva introdotto alcune importanti novità, implementate nel nostro ordinamento nel 2010, volte a facilitare la partecipazione assembleare degli azionisti e ad assicurare una armonizzazione minima dei loro diritti.

La nuova Direttiva si prefigge, invece, l'obiettivo più ambizioso di incentivare l'impegno degli azionisti nel lungo termine verso la società in cui investono. A tal fine il legislatore europeo introduce nuovi diritti e doveri degli azionisti, attraendo nell'ambito normativo fenomeni relativamente nuovi quali l'attivismo degli investitori istituzionali e il ruolo dei consulenti di voto (*proxy advisor*).

La Direttiva promuove, inoltre, una armonizzazione minima di alcune misure di *corporate governance* delle società quotate per facilitarne lo scrutinio da parte degli azionisti e del mercato in generale. A tal fine, il legislatore europeo definisce un set di regole informative e procedurali per l'adeguata gestione di situazioni potenzialmente foriere di un conflitto di interessi (quali le remunerazioni degli amministratori e, in particolare, le operazioni con parti correlate) e richiede agli Stati membri di adottare e sviluppare, ove opportuno, molte delle *best practice* e regole che si sono evolute in alcuni ordinamenti nazionali.

A tal riguardo, l'attuale quadro legislativo nazionale appare già sostanzialmente allineato alla nuova disciplina europea, avendo per molti aspetti percorso le scelte adottate dal legislatore europeo. Ciò appare particolarmente evidente nella disciplina delle remunerazioni e delle operazioni con parti

correlate, la cui disciplina nazionale – introdotta e sviluppata sia a livello legislativo che regolamentare e correntemente applicata dalle società quotate italiane – si ispira ai medesimi principi di trasparenza che permeano la Direttiva europea.

A nostro avviso il recepimento della Direttiva 2017/828/UE dovrebbe, dunque, avvenire consolidando, con i necessari adeguamenti e coordinamenti, il quadro esistente.

Assonime condivide, in tal senso, l'approccio adottato dal DDL su alcuni punti nevralgici per una buona *governance* delle società quotate italiane, quale la disciplina delle remunerazioni e, soprattutto, delle operazioni con parti correlate. La regolamentazione nazionale delle operazioni con parti correlate è, infatti, molto avanzata rispetto agli altri Stati membri e appare sostanzialmente in linea con i principi che hanno ispirato le corrispondenti misure contenute nella Direttiva europea. È opportuno e condivisibile, dunque, il criterio di delega che invita il Governo a recepire la Direttiva su questo tema, *“preservando, ove (...) compatibili, i presidi di tutela già previsti dal diritto nazionale”*.

Qualche osservazione è invece necessaria per i criteri di delega previsti per il recepimento della disciplina per l'identificazione degli azionisti

A fronte di una chiara indicazione della Direttiva a favore di un rafforzamento dell'istituto dell'identificazione, configurato come un vero e proprio diritto delle società, il DDL prevede di limitare il diritto di identificazione agli azionisti che detengono una partecipazione al di sopra dello 0,5% del capitale della società partecipata. Questa previsione rappresenta un sostanziale arretramento della disciplina italiana, che già consente l'identificazione – senza alcuna soglia – di tutti gli azionisti che non abbiano negato il consenso; al contempo, l'introduzione della soglia vanificherebbe le stesse finalità dell'istituto dell'identificazione, che sono quelle di facilitare la comunicazione diretta tra società e azionisti, soprattutto quelli *retail*, al fine di facilitare l'esercizio dei loro diritti, impedendo, di fatto, di identificare proprio i piccoli azionisti, che sarebbero i maggiori beneficiari di un canale costante di comunicazione con la società.

L'introduzione di un limite quantitativo alla identificazione degli azionisti non trova eguali negli altri principali Stati membri dell'UE (Francia, Germania, Spagna e Regno Unito). Solo in Olanda è stata mantenuta la soglia dello 0,5% già in vigore nella disciplina preesistente alla Direttiva europea.

Non appare inoltre condivisibile la motivazione indicata nel DDL, secondo cui la soglia viene introdotta *“anche al fine di garantire l'efficienza del mercato del controllo societario”*. Non sembra, infatti, che garantire l'anonimato fino alla soglia dello 0,5% possa di fatto favorire la contendibilità delle società quotate italiane, soprattutto alla luce dei loro assetti proprietari. Ne consegue la sostanziale inidoneità dell'identificazione ad essere utilizzata come potenziale strumento antiscaletta e quindi la sua estraneità rispetto al funzionamento del mercato del controllo societario.

Al contempo, la previsione di una soglia all'identificazione degli azionisti pone significativi problemi applicativi.

La soglia si presta, infatti, a una facile elusione da parte dell'azionista che, al fine di mantenere l'anonimato, potrebbe frazionare la propria partecipazione in più conti presso diversi intermediari per non superare formalmente la soglia a livello di singolo conto. Per ovviare a questo problema, sarebbe pertanto necessario predisporre procedure di verifica dell'eventuale superamento della soglia, indipendentemente dalla frammentazione della partecipazione su più conti, con conseguenti rilevanti oneri sugli intermediari, di cui sarebbe difficile evitare la traslazione sulle società che richiedono l'identificazione e quindi sui loro soci.

Riteniamo pertanto che, al fine di assicurare gli obiettivi della Direttiva sul diritto di identificazione degli azionisti, già sostanzialmente garantiti dalle attuali disposizioni nazionali, e per evitare l'imposizione di ulteriori oneri organizzativi e procedurali che ricadrebbero sulle società e loro soci, sia opportuno eliminare dall'art. 6, comma 1, lett. c) del DDL la previsione di una qualsiasi soglia alla identificazione degli azionisti.

* * * * *

Un'ultima considerazione di carattere generale sull'attività di recepimento della legislazione europea riguarda il rispetto dei principi e criteri direttivi di cui all'art. 32 della legge 234 del 2012, che prevedono che *“gli atti di recepimento di direttive dell'Unione europea non possono prevedere l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive stesse”* e che, in forza del richiamo dell'art. 24 ter della legge 246 del 2005, *“l'amministrazione dà conto delle circostanze eccezionali, valutate nell'analisi d'impatto della regolamentazione, in relazione alle quali si rende necessario il superamento del livello minimo di regolazione comunitaria”*.

Si tratta del ben noto principio del divieto di *golplating*, opportunamente richiamato dal DDL 2018, volto ad assicurare l'armonizzazione dei diritti nazionali rispetto al quadro normativo europeo, come elemento essenziale per la creazione di un mercato unico e per favorire la partecipazione dei soggetti italiani a questo mercato a parità di condizioni competitive.

A tal proposito desidero ribadire l'importanza di una applicazione rigorosa e sostanziale in sede di attuazione dei criteri di delega contenuti del DDL, considerato che in passato sono state introdotte o mantenute nella normativa nazionale, in assenza di una chiara illustrazione delle *“circostanze eccezionali”*, disposizioni che costituivano fenomeni di *golplating*. Un esempio recente è l'attuazione del Regolamento (UE) n. 596/2014 sugli abusi di mercato, nel quale è stato mantenuto l'obbligo di comunicazione delle operazioni sui titoli delle società da parte degli azionisti di controllo e degli azionisti superiori al 10%, non previsto dal citato Regolamento, in assenza di adeguate motivazioni e in contraddizione con i criteri di delega che ne prevedevano l'eliminazione.

Anche con riferimento agli atti europei oggetto del DDL 2018, e in particolare con riguardo ai temi disciplinati dalla nuova direttiva sui diritti degli azionisti, sono attualmente presenti nell'ordinamento italiano norme che, se non eliminate in occasione della sua trasposizione, costituiscono *goldplating*,

ad esempio con riferimento alla disciplina delle politiche di remunerazione e alle operazioni con parti correlate. Come già osservato nella risposta di Assonime alla relativa consultazione pubblica¹, alcune di queste disposizioni sono state mantenute nello schema di decreto di recepimento del MEF, senza poter conoscere le relative spiegazioni in quanto lo schema di decreto non è accompagnato, circostanza assai singolare, dalla relativa relazione illustrativa.

Esprimo quindi l'auspicio che le Commissioni parlamentari competenti assicurino un effettivo controllo sul rispetto del principio del divieto di *goldplating* in occasione dei pareri che dovranno essere resi sugli schemi dei decreti legislativi di attuazione delle deleghe conferite con la legge di delegazione 2018.

¹ Cfr. [Risposta Assonime e Confindustria](#) alla Consultazione pubblica avviata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.