

Senato della Repubblica
Commissione Finanze e Tesoro

Testo dell'audizione del Prof. Avv. Marco Ventoruzzo, Presidente ASSOSIM (7 giugno 2023)
Disegno di legge A.S. 674 "Interventi a sostegno della competitività dei capitali"

Introduzione

Ringrazio il Presidente della Commissione, Senatore Garavaglia, e gli onorevoli Senatori che la compongono per questa opportunità e l'attenzione che dedicano al tema e alle posizioni delle parti sociali. Sintetizzo oralmente una serie di osservazioni più analiticamente esposte nel documento scritto che lascio agli atti di questa Commissione.

Assosim rappresenta oltre sessanta intermediari finanziari di diversa natura, dimensioni e modello di *business*. La base associativa comprende grandi banche commerciali italiane ed estere, intermediari specializzati in attività di *investment banking* e gestori di mercati, concentrando le sue attività sull'area dei servizi di investimento per risparmiatori e imprese, la loro disciplina e il trattamento fiscale. Congiuntamente, i membri dell'Associazione realizzano circa l'80% delle negoziazioni sui mercati finanziari italiani e partecipano direttamente o indirettamente alla pressoché totalità delle operazioni di investimento e disinvestimento, IPOs, offerte pubbliche, M&As ed emissioni obbligazionarie realizzate nel nostro Paese. L'ampiezza e parziale eterogeneità dei nostri associati consente di esprimere posizioni mediate e meditate che, ritengo e auspico, possano essere di utilità per i lavori che Vi attendono.

Il tema della competitività dei mercati dei capitali e lo sviluppo della Borsa Italiana sono centrali per la crescita dell'economia del Paese e delle nostre PMI ed è centrale agli interessi di Assosim e, se mi consentite, anche ai miei come studioso della materia. La complessa congiuntura economica rende quanto mai strategica la promozione di forme di finanziamento che affianchino il credito tradizionale per sostenere la crescita, superare il problema dimensionale che troppo spesso ostacola lo sviluppo di peraltro eccellenti imprese italiane. L'armonizzazione europea, che non impedisce (ahimè) fenomeni di concorrenza tra ordinamenti all'interno dell'Unione, impone una riforma che, tenendo fermo l'obiettivo superiore della tutela degli investitori e dei clienti, garantisca maggiore semplicità, efficienza, flessibilità ed elimini forme di *gold plating* normativo.

Su queste basi, l'Associazione e i suoi aderenti esprimono un giudizio decisamente favorevole sul DDL oggi al Vostro esame, apprezzando l'impegno del Governo e auspicando che il dibattito parlamentare consenta una rapida approvazione, evitando uno snaturamento del testo licenziato dal MEF o emendamenti non coerenti con gli obiettivi di questa iniziativa, già oggetto

di discussione con le parti sociali, in particolare qualora creassero incoerenze con regole europee o buone prassi internazionali, determinando difficoltà a società quotate con azionariato frazionato.

D'altro lato, il DDL si ricollega a e si pone su un piano di continuità con il c.d. Libro Verde del MEF, già soggetto a consultazione pubblica nel 2022, alla cui elaborazione hanno partecipato, congiuntamente alle Autorità, tutte le principali associazioni ed enti rappresentativi del mercato, inclusa Assosim.

In quest'ottica, le considerazioni svolte di fronte a questa Commissione riguarderanno principalmente profili di possibile miglioramento del testo del DDL a fini di coerenza con gli obiettivi perseguiti e chiarezza della normativa. Anche per ragioni di tempo, non ci soffermeremo sulle numerose parti che non riteniamo richiedere interventi, se non per indicare le ragioni di condivisione.

Ciò non esclude, ma in un secondo tempo, l'opportunità di una più ampia e sistematica revisione del TUF e di alcune regole di diritto societario che risentono di un processo di stratificazione normativa ormai ultraventennale. Similmente, l'Associazione ricorda l'importanza di accompagnare il DDL e le ulteriori iniziative che seguiranno a fini di semplificazione e competitività dei mercati con adeguati interventi fiscali volti a incentivare l'investimento nelle imprese, migliorare efficienza e attrattività dei mercati finanziari ed eliminare alcune distorsioni che svantaggiano il nostro Paese rispetto ad altri ordinamenti anche vicini.

* * *

Articolo 1 (Offerta fuori sede)

Con l'art. 1 del DDL viene proposta l'introduzione all'art. 30, comma 2, del TUF di due ulteriori ipotesi di esenzione dalla disciplina dell'offerta fuori sede⁽¹⁾ con l'obiettivo di consentire agli emittenti di procedere direttamente, senza cioè avvalersi dell'ausilio di intermediari e dei loro consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, a:

«*b-bis*) offerta di strumenti finanziari di propria emissione per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000, ad eccezione dei collocamenti finalizzati all'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione;

⁽¹⁾ Come noto, ai sensi dell'art. 30, comma 1, del TUF «Per offerta fuori sede si intendono 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 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».

b-ter) offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni proprie con diritto di voto o di altri strumenti finanziari di propria emissione che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché emessi da emittenti con azioni o strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione europea».

Scopo dell'intervento è quello di semplificare le procedure e ridurre gli oneri per gli emittenti nel ricorso al mercato dei capitali. Pur condividendo l'obiettivo, l'Associazione esprime talune riserve in ordine alla concreta formulazione della norma che appare ultronea rispetto anche a quanto emerso in sede di Libro Verde del MEF e non totalmente rispondente al fondamentale presupposto dell'intervento (semplificazione di fattispecie in cui il *need of protection* degli investitori risulti attenuato).

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, gli investitori *retail* potrebbero essere colti alla sprovvista da proposte di investimento portate alla loro attenzione direttamente dagli emittenti senza i presidi abituali previsti dal *framework* normativo in materia di *investor protection*, ivi comprese le tutele rafforzate del regime dell'offerta fuori sede (obbligo di avvalersi di consulenti abilitati all'offerta fuori sede e diritto di ripensamento). Infatti, l'ampiezza del perimetro applicativo di cui alla lett. b-bis) potrebbe ridurre la tutela dei risparmiatori, in modo non coerente con la finalità di evitare svantaggi competitivi al mercato italiano, consentendo agli emittenti di collocare, nei casi ivi contemplati, i propri strumenti finanziari al domicilio dei risparmiatori, in deroga alla disciplina dell'offerta fuori sede.

L'Associazione propone quindi di modificare l'art. 1 del DDL, limitando la deroga introdotta dal medesimo alla raccolta di capitali -tramite emissioni azionarie o di strumenti che permettano di acquistarle o sottoscriverle- da parte di emittenti con azioni già negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione europea (e quindi già vigilati), quando svolta da parte degli amministratori o del personale dell'emittente con ruoli apicali e per importi unitari (i.e. per ciascun investitore) di sottoscrizione o acquisto almeno pari a euro 250.000. Dette cautele e condizioni sono necessarie, oltre che a fini di tutela degli investitori, anche per il contenimento del rischio reputazionale per intermediari e mercati derivante da possibili illeciti nella fase di raccolta dei capitali presso investitori al dettaglio.

Inoltre, per esigenze di *leveled playing field* rispetto alle quote di fondi (che non sarebbero ricomprese nella deroga in quanto non emesse dalle SGR), Assosim propone di escludere dal perimetro della deroga le azioni emesse da SICAV e SICAF.

Alla luce di quanto sopra, l'articolo 1 potrebbe essere così rivisto:

Articolo 1 (Tecniche alternative per l'ammissione a negoziazione Disposizioni in materia di offerta fuori sede)

All'articolo 30, comma 2, del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, dopo la lettera b) sono aggiunte le seguenti e aggiunta la seguente:

«~~b) bis) l'offerta di strumenti finanziari di propria emissione per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000 a eccezione dei collocamenti finalizzati all'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione;~~

~~b) ter) c) le offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni [proprie con diritto di voto] di propria emissione o di altri strumenti finanziari di propria emissione che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché emessi da emittenti con azioni o strumenti finanziari già negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione europea, a condizione che siano effettuate dall'emittente attraverso i propri amministratori o il proprio personale con funzioni direttive per importi unitari di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a euro 250.000. La presente lettera non si applica alle azioni emesse da SICAV e da SICAF».~~

Articolo 2 (Estensione della definizione della categoria di PMI emittenti azioni quotate)

Assosim esprime apprezzamento circa l'intervento di innalzamento della soglia di capitalizzazione da euro 500 milioni a euro 1 miliardo ai fini della definizione di "PMI" di cui all'art. 1, comma 1, lettera w-quater.1), del TUF.

La proposta, volta ad ampliare il bacino potenziale di soggetti destinatari di misure/iniziative ritagliate sulle PMI e a promuoverne lo sviluppo, si pone in linea con il Libro Verde del MEF e con quanto suggerito, seppur con riferimento al *framework* normativo UE, dal *Technical Expert Stakeholder Group* (TESG). Quest'ultimo ha infatti raccomandato di ampliare la definizione di SMEs (vale a dire, di PMI) e di allinearla nell'ambito dei diversi testi legislativi in materia finanziaria.

La modifica *ex art. 2* del DDL ha, quindi, la finalità di ampliare, in ambito nazionale, il novero delle PMI beneficiarie di regimi di maggior favore in accordo al principio di proporzionalità. Per quanto concerne le disposizioni correlate del TUF, si rileva che la nuova definizione andrà ad incidere soltanto sul regime dell'OPA totalitaria (cfr. art. 106 del TUF) e su quello della comunicazione delle partecipazioni rilevanti (cfr. art. 120, comma 2, del TUF).

L'obiettivo di ampliamento sopra richiamato è quindi raggiunto solo in parte, a causa del persistere di molteplici nozioni di PMI sia nei diversi *framework* normativi UE sia, nonostante l'intervento *ex art. 2* del DDL, all'interno dello stesso TUF (cfr. art. 61, comma 1, lett. h, che - nell'ambito della disciplina dei mercati- definisce “*piccola o media impresa: un'impresa come definita dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), del regolamento (UE) 2017/1129*”⁽²⁾).

Per quanto riguarda gli eventuali impatti fiscali derivanti dalla nuova definizione di PMI *ex art. 2* del DDL, non si rinvengono riflessi diretti sulle norme tributarie non essendo in queste espressamente richiamato il suddetto art. 1, comma 1, lettera *w-quater.1*, del TUF.

In particolare, la normativa fiscale (i.e. disciplina in materia di credito d'imposta su costi di quotazione PMI; *Pir* specializzati in PMI, cd. “*Pir alternativi*”; *start up* innovative e PMI innovative) rinvia alla nozione di PMI contenuta nella Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003, attuata in Italia con il Decreto Ministeriale 18 aprile 2005, che individua le PMI in base a numero dei dipendenti, fatturato annuo e totale attivo in bilancio. Non richiama invece la categoria delle PMI, a cui però sostanzialmente si riferisce, la disciplina dell'imposta sulle transazioni finanziarie che prevede un'esenzione per società con capitalizzazione inferiore a 500 milioni di euro, soglia che andrebbe armonizzata con quella ora proposta dal DDL (1 miliardo di euro).

Più in generale, l'Associazione auspica che la definizione di cui all'art. 1, comma 1, lettera *w-quater.1*, del TUF, come ampliata dal DDL, venga adottata, laddove compatibile, trasversalmente dai diversi *framework* regolamentari. Ciò al fine di assicurare massima efficacia e coerenza alle misure/interventi che verranno indirizzati di volta in volta alle PMI.

Articolo 4 (Riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi)

L'introduzione a fine anni '90 della categoria degli “emittenti strumenti finanziari diffusi” e l'estensione a questi soggetti di obblighi di trasparenza informativa rispondevano all'esigenza di contenere i rischi di disincentivazione alla quotazione legati all'eccessiva asimmetria nella

⁽²⁾ Tale disposizione definisce “«piccole e medie imprese» o PMI: i) società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a EUR 43.000.000 e fatturato netto annuale non superiore a EUR 50.000.000; oppure ii) piccole e medie imprese quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, punto 13, della direttiva 2014/65/UE. A sua volta, detto articolo definisce «piccola o media impresa»: un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a EUR 200.000.000 sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili.”

disciplina dei controlli tra società con titoli negoziati sui mercati regolamentati e società che sistematicamente facevano appello al pubblico risparmio⁽³⁾.

Oggi, in un quadro normativo ormai decisamente mutato, queste ultime società sono in netta diminuzione e il numero esiguo di emittenti diffusi iscritti nell'elenco CONSOB lo dimostra, emittenti che, per la più parte, sono soggetti vigilati da Banca d'Italia e altri emittenti quotati su MTF.

Occorre dunque prendere atto del ruolo svolto dai mercati MTF destinati alle PMI e della forte e impellente necessità di prevedere un proporzionato *set* normativo volto a incentivare l'accesso e la permanenza su detti MTF, semplificando il *set* di regole previsto nel Codice Civile.

L'art. 4 del DDL andrebbe, quindi, modificato prevedendo, oltre alle modifiche apportate al Codice Civile, al TUF e ad altre leggi speciali, su cui si concorda integralmente, alcune ulteriori integrazioni che riguardano i quorum assembleari (artt. 2368 e 2369 c.c. circa l'esclusione degli emittenti diffusi dalla disciplina in tema di maggioranze rafforzate), le impugnazioni delle delibere assembleari (soglia all'uno per mille solo per le società quotate sul mercato regolamentato), la stabilità degli aumenti di capitale (art. 2379-ter, c.c.), la possibilità di prevedere ulteriori cause di recesso (ad esempio in caso di *delisting*, v. art. 2437, c.c.), l'estensione della disciplina di favore prevista per le società quotate sui mercati regolamentati in materia di inizio e fine dell'attività di direzione e coordinamento (2497-*quater*, c.c.) e di arbitrato societario (art. 838-bis, cod. proc. civ), così da permettere maggiore flessibilità nella risoluzione delle liti societarie.

Articolo 7 (Modifica in materia di sottoscrizioni di obbligazioni emesse da società per azioni e di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata)

L'Associazione esprime apprezzamento per la proposta volta a facilitare l'emissione e la sottoscrizione di obbligazioni di SPA, nonché di titoli di debito di SRL.

Per quanto riguarda le SPA, l'art. 2412, comma 1, c.c., come noto, limita l'ammontare delle obbligazioni emettibili al doppio del capitale, della riserva legale e delle riserve disponibili. Si tratta di un limite non previsto in altri sistemi giuridici, volto a contenere il grado di leva finanziaria delle società allorquando ricorrono a titoli di massa destinati alla circolazione.

Una prima deroga a tale limite è attualmente contenuta nel secondo comma dello stesso art. 2412 c.c., che consente di superarlo quando i titoli sono sottoscritti da investitori professionali

⁽³⁾ Vedi Audizione del direttore generale del tesoro, Mario Draghi, VI Commissione Finanze della Camera, 10 dicembre 1997.

soggetti a vigilanza prudenziale i quali, peraltro, sono chiamati a rispondere della solvibilità dell'emittente ove trasferiscano gli stessi titoli a investitori non professionali.

Una seconda deroga è sempre oggi contenuta nel quinto comma dell'art. 2412 c.c. limitatamente alle obbligazioni destinate alla quotazione in mercati regolamentati e MTF o convertibili in azioni.

Il DDL prevede un ampliamento della deroga in esame a ricomprendere le obbligazioni «sottoscritte, anche in sede di rivendita, esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione». Ciò al fine di agevolare l'emissione di titoli di debito da parte di società non quotate e stimolare il ricorso da parte di queste a canali di finanziamento complementari a quello bancario.

A tal riguardo, limitatamente alle obbligazioni destinate a circolare esclusivamente tra investitori professionali diversi da quelli soggetti a vigilanza prudenziale (già contemplati, come detto sopra, al comma 2 dell'art. 2412 c.c.), le modifiche proposte al comma 5 potrebbero comportare, come conseguenza indiretta, una ridotta necessità di ricorrere ai mercati regolamentati e agli MTF onde superare il limite codicistico di cui al comma 1.

Nel caso, viceversa, l'emittente non intenda limitare la circolazione delle sue obbligazioni ai soli investitori professionali, rimane ferma (e opportuna) la necessità di ricorrere alla quotazione nei mercati regolamentati e negli MTF che, in ragione degli standard di trasparenza applicati, continueranno a rappresentare un presidio fondamentale a tutela degli investitori *retail*.

L'Associazione auspica coerentemente che, nel contesto del mutato quadro normativo, venga altresì considerata l'opportunità di introdurre benefici fiscali a supporto dell'attrattività dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione degli strumenti obbligazionari per preservarne la competitività in linea con gli obiettivi programmatici del disegno di legge.

Posto quanto sopra, non è del tutto chiaro se in caso di sottoscrizione da parte di, ad esempio, una banca, che è quindi sia investitore professionale che soggetto sottoposto a vigilanza prudenziale, si applichi il secondo comma o la nuova parte del quinto comma. La differenza tra le due fattispecie potrebbe dipendere dalla circostanza che sia prevista o meno come condizione di emissione la "non circolazione" presso investitori non professionali. In caso affermativo, la nuova disposizione si applicherebbe anche alle banche e agli altri intermediari soggetti a vigilanza prudenziale.

Considerazioni analoghe a quelle appena svolte per le obbligazioni di SPA valgono anche per i titoli di debito emessi da SRL. Queste società possono emettere tali titoli (per semplicità, assimilabili alle obbligazioni), ma solo se lo prevede lo statuto e solo se sottoscritti da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, con una regola sulla responsabilità per la

solvibilità dell'emittente analoga alle SPA in caso di circolazione presso investitori non professionali. Il DDL aggiunge un nuovo comma secondo il quale: «2-bis. Il precedente comma non si applica ai titoli destinati ad essere acquistati esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione di cui al successivo comma, senza facoltà di modifica».

Conseguentemente, l'Associazione propone di modificare l'articolo 7 del DDL come di seguito riportato:

Articolo 7 (Modifica in materia di sottoscrizioni di obbligazioni emesse da società per azioni e di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata)

1. Al codice civile sono apportate le seguenti modificazioni:

*a) all'articolo 2412, quinto comma, dopo le parole: «ad essere» sono inserite le seguenti: «sottoscritte e acquistate, anche in sede di rivendita, esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali **ivi compresi quelli soggetti a vigilanza prudenziale** quando tale previsione risulta tra le condizioni dell'emissione ovvero a essere»;*

*b) all'articolo 2483, è aggiunto, in fine, il seguente comma: «Il secondo comma non si applica ai titoli destinati ad essere sottoscritti e acquistati esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali **ivi compresi quelli soggetti a vigilanza prudenziale** quando tale previsione risulta tra le condizioni dell'emissione di cui al terzo comma, senza facoltà di modifica.».*

Articolo 8 (Misure a favore degli aumenti di capitale)

Il DDL introduce una proroga fino al 30 aprile 2025 delle misure straordinarie volte a facilitare gli aumenti di capitale adottate durante l'emergenza Covid (riduzione dei quorum rafforzati, agevolazione per aumenti con esclusione dell'opzione), soluzione sulla quale tutti gli associati concordano. Si ritiene, infatti, che da un lato esistono sufficienti tutele per le minoranze in termini di procedimento, determinazione del prezzo d'emissione e regole generali di contrasto a condotte abusive e, dall'altro, che gli aumenti di capitale vanno di norma considerati come uno strumento fisiologico di crescita, rafforzamento patrimoniale e investimento, che è importante poter realizzare in tempi rapidi anche per cogliere opportunità di mercato.

Taluni soggetti, anche in dottrina, suggeriscono peraltro di valutare ulteriori forme di semplificazione per la deliberazione di aumenti di capitale in particolare nelle società quotate, tramite l'attribuzione di più ampi poteri al consiglio di amministrazione, nei limiti in cui ciò è consentito dalla disciplina europea (Direttiva 2017/1132), ed eliminando forme di *gold plating* nella procedura. Questo è d'altronde l'approccio seguito in ordinamenti caratterizzati da mercati dei capitali più evoluti.

Articolo 10 (Modifiche alla disciplina prospetti)

L'Associazione valuta con estremo favore la proposta di abolizione, al comma 7 dell'art. 94 del TUF, della presunzione di responsabilità per fatto altrui in capo all'intermediario collocatore, chiamato a rispondere per informazioni false od omissioni contenute nel prospetto idonee a influenzare le decisioni di un investitore ragionevole. Assosim ritiene infatti che la disposizione rappresenti una norma di *gold plating* non imposta dalle regole comuni e non prevista in altri ordinamenti UE, la cui eliminazione contribuirebbe senza dubbio a contenere (se non, sperabilmente, a invertire) l'esodo di emittenti italiani e operazioni di raccolta⁽⁴⁾.

Si propone inoltre di: (i) eliminare la definizione di "responsabile del collocamento" di cui all'art. 93-bis, comma 1, lett. d), del TUF, come conseguenza diretta dell'eliminazione dell'art. 94, comma 7, del TUF (trattasi, infatti, quest'ultimo dell'unico articolo dove è richiamata l'espressione); e (ii) di eliminare il potere in capo alla Consob – ai sensi dell'art. 113, comma 2, lett. m), del TUF – di chiedere all'intermediario incaricato della domanda di ammissione a negoziazione in un mercato regolamentato la dichiarazione di non essere a conoscenza di informazioni diverse da quelle contenute nel prospetto di ammissione alla negoziazione dei titoli (ciò in considerazione della possibilità della stessa – ai sensi del precedente art. 113, comma 2, lett. f), del TUF – di esercitare nei confronti del medesimo soggetto i poteri di cui all'art. 115 del TUF).

Articolo 12 (Svolgimento delle assemblee delle società per azioni quotate)

Assosim ritiene positiva l'introduzione in via permanente della possibilità – se lo statuto lo prevede – che le assemblee si svolgano mediante delega al rappresentante designato, senza la presenza fisica dei singoli azionisti.

Tale previsione consente infatti maggiore efficacia, efficienza e riduzione dei costi delle assemblee, costi peraltro proporzionalmente più onerosi per le PMI. Di fatto e anche alla luce dell'esperienza degli ultimi anni, i timori legati alla minore "contestualità" della riunione assembleare non paiono giustificare soluzioni alternative, anzi dati statistici e aneddotici suggeriscono che le assemblee tenute tramite rappresentante hanno visto una maggiore

⁽⁴⁾ In sede di risposta alla consultazione sul Libro Verde del MEF è emerso infatti come il regime di responsabilità di cui al comma 7 dell'articolo 94 TUF risulti sproporzionato rispetto all'intento di tutela dell'investitore dal momento che l'intermediario responsabile del collocamento si basa, nello svolgimento delle proprie attività, sulle informazioni fornite dagli emittenti (o offerenti o garanti) e, pertanto, non può essere chiamato ad assicurarne l'affidabilità. Inoltre, è stato rilevato come questo regime di responsabilità sia del tutto indifferente rispetto alla tutela dell'investitore, già assicurata tramite il regime di responsabilità gravante sull'emittente/offerente e (ove presente) sul garante.

partecipazione degli azionisti, senza pregiudizio per la loro capacità di porre domande e ottenere risposte, che anzi è avvenuta in modo più razionale, chiaro e trasparente con modalità scritte.

Nell'ottica di una ulteriore e più efficace valorizzazione dell'autonomia statutaria e con l'obiettivo di chiarire alcuni passaggi della disciplina, si reputa tuttavia opportuno intervenire al comma 1 dell'articolo in esame, introducendo – in luogo dell'attuale meccanismo di *opt in* – un più efficace meccanismo di *opt out*, che consentirebbe l'immediata applicazione della disciplina “speciale” salva diversa indicazione statutaria. Lo svolgimento delle assemblee con rappresentante designato sarebbe dunque una delle ipotesi che la società può azionare al pari di altre, secondo quanto specificato nell'avviso di convocazione.

La previsione di un *opt out* statutario, inoltre, renderebbe più agevole l'applicazione della modalità di svolgimento dell'assemblea con rappresentante designato soprattutto per le imprese ad azionariato diffuso, che potrebbero incontrare notevoli complessità nell'approvare la modifica statutaria in questione rispetto alle società a proprietà concentrata. D'altra parte, un'applicazione “diretta” consentirebbe anche di non creare disparità tra società già quotate e di nuova quotazione.

Di seguito la proposta di modifica dell'art. 12:

Articolo 12 (Svolgimento delle assemblee delle società per azioni quotate)

1. Dopo l'articolo 135-undecies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, è inserito il seguente:

«Art. 135-undecies.1 (Intervento in assemblea mediante il rappresentante designato)

1. Salvo che lo statuto disponga diversamente, nell'avviso di convocazione può essere previsto ~~che~~ che l'intervento in assemblea e l'esercizio del diritto di voto avvengano esclusivamente tramite il rappresentante designato dalla società ai sensi dell'articolo 135-undecies. Al rappresentante designato possono essere conferite anche deleghe o sub-deleghe ai sensi dell'articolo 135-novies, in deroga all'articolo 135-undecies, comma 4.

2. Identico

3. Identico

Consegno invece alla riflessione comune l'opportunità di regolamentare (o consentire di regolamentare) comunque la discussione assembleare e il diritto di porre domande tenendo conto, eventualmente, della percentuale di partecipazione degli azionisti, onde limitare fenomeni di ostruzionismo, disturbo o peggio.

Articolo 13 (Disposizioni in materia di voto plurimo)

Nelle more della tanto auspicata armonizzazione della materia a livello UE, ora oggetto delle proposte di cui al c.d. *Listing Act* pubblicate dalla Commissione europea nello scorso mese di dicembre, la norma in commento consente di emettere, prima della quotazione, azioni a voto plurimo non più nella misura massima di tre voti per azione, ma sino a dieci. La disposizione è positiva introducendo un elemento di flessibilità che, ormai, anche la più attenta dottrina giuseconomica internazionale (si v. ad esempio Lucian Bebchuk della *Harvard Law School*) riconosce come utile per attrarre gli imprenditori in borsa; si avvicina inoltre così la nostra disciplina a quella di Paesi anche europei che si pongono, su questi fronti, in posizione di competizione regolamentare, e la novità è in linea con le indicazioni UE del cd *Listing Act*. Naturalmente della struttura proprietaria viene data piena informazione in sede di IPO di modo che gli investitori possano decidere se sottoscrivere o acquistare gli strumenti offerti; mentre dopo la quotazione resta fermo che non possono emettersi azioni a voto plurimo che alterino il rapporto esistente tra azioni con diritti di voto diversi sotto questo profilo.

L'autonomia statutaria potrà se mai valutare, anche in ragione delle preferenze di investitori e *stakeholders*, la previsione di clausole di tramonto che ad esempio prevedano la perdita del voto plurimo dopo un congruo numero di anni, se l'assemblea non vota per il mantenimento di tale struttura.

Articolo 17 (Modifiche alla disciplina di cui all'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, con riferimento al risarcimento del danno)

L'Associazione condivide pienamente l'obiettivo della proposta, così come dichiarato nella relazione illustrativa al DDL, di limitare la possibilità di un soggetto terzo di agire contro l'Autorità di vigilanza al caso in cui «abbia subito, in coerenza con una giurisprudenza granitica in materia, un danno risarcibile immediatamente e direttamente riconducibile alla mancata vigilanza dell'autorità sul rispetto di leggi e regolamenti». Ciò in quanto ritiene la limitazione di responsabilità funzionale all'ottenimento di una maggiore efficienza dei procedimenti autorizzativi/di vigilanza in capo alle autorità e maggiormente in linea con la disciplina di altri Paesi europei, come anche sottolineato dall'Esma nella propria *review* dell'attività di vigilanza delle Autorità nazionali. Tuttavia, la lettera della norma non riflette in modo chiaro gli obiettivi della proposta, come dimostrano alcune letture circolate dopo la pubblicazione del DDL che si sono espresse nel senso di un aggravio di responsabilità per l'autorità competente. Parrebbe quindi opportuno chiarire il limite che si vorrebbe introdurre in relazione a specifiche competenze di vigilanza affidate ai Supervisor.

Articolo 20 (Modifiche ai poteri sanzionatori di Consob)

Si esprime giudizio favorevole anche sull'introduzione nel TUF del nuovo art. 196-bis.1, che prevede la possibilità per i soggetti vigilati, destinatari di un procedimento sanzionatorio, di impegnarsi ad eliminare, sotto il controllo della Consob, le conseguenze di atti lesivi interessi degli investitori e del mercato, consentendo così la chiusura del procedimento sanzionatorio in corso senza accertamento della violazione.

In relazione tuttavia ai casi, elencati al comma 3 dell'articolo in discorso, nei quali la Consob conserva la possibilità di riaprire d'ufficio il procedimento sanzionatorio, Assosim propone di eliminare la lettera a) (modifica in modo determinante della situazione di fatto rispetto a un elemento su cui si fonda la decisione), poiché ritiene che la formulazione poco chiara del comma presti il fianco a diverse interpretazioni.

Articolo 21 (Misure in materia di educazione finanziaria)

Il tema dell'educazione finanziaria è centrale nella prestazione dei servizi di investimento in quanto solo un buon livello di *financial literacy* può consentire ai risparmiatori di accedere consapevolmente a mercati/prodotti finanziari e contribuire in tal modo al *funding* delle imprese, superando la storica dipendenza dell'industria italiana dal credito bancario. Parimenti, solo un buon livello di *financial literacy* può consentire ai risparmiatori di investire in *asset* diversificati idonei a proteggerli dai fenomeni inflattivi che hanno caratterizzato il periodo più recente. Inoltre, un più alto livello di *financial literacy* ha il vantaggio di ridurre l'insorgenza del contenzioso in materia finanziaria.

Purtroppo, la realtà italiana non è, da questo punto di vista, particolarmente confortante.

Dalla “*International Survey of Adult Financial Literacy*” pubblicata nel 2020 dall'OECD emerge che l'Italia si colloca al penultimo posto (su 26 paesi) per numero di adulti in possesso di un livello minimo di conoscenza finanziaria. Il quadro è particolarmente preoccupante se si considera anche il grado di *expertise* digitale, che è anch'essa piuttosto bassa. La clientela tipo di banche/Sim ha infatti un'età media abbastanza elevata a cui spesso corrisponde una bassa familiarità con gli strumenti informatici e le nuove tecnologie.

Assosim accoglie dunque con particolare favore le previsioni di cui all'art. 21 del DDL auspicando che vengano mantenute, fatti salvi eventuali interventi di affinamento durante l'iter legislativo, ed anzi indicando sin da subito la propria disponibilità a partecipare a iniziative formative e dare un contributo per questo importante obiettivo.