

**Esame del disegno di legge  
Interventi a sostegno della competitività dei capitali (A.S. 674)**

Audizione informale

presso la 6<sup>a</sup> Commissione (Finanze) del Senato della Repubblica

*Roma, 15 Giugno 2023*

## Introduzione

Il disegno di legge sulla competitività del mercato dei capitali (di seguito anche “DDL”) affronta quella che riteniamo una vera e propria emergenza per il sistema economico italiano. Il cronico sottosviluppo del mercato dei capitali, infatti, ha limitato, e limita tuttora, le potenzialità di sviluppo delle imprese e l’impiego produttivo dell’ingente risparmio delle famiglie.

Il peso della Borsa sull’economia reale è in Italia molto più basso che in tutti gli altri principali paesi europei: il rapporto tra il valore complessivo delle società quotate e il PIL è in Italia pari a circa la metà rispetto a Germania e Spagna, circa un quarto rispetto a Regno Unito, Olanda e Francia.

Il problema italiano ha radici antiche, ma il *gap* si è accentuato negli ultimi dieci anni, in cui il saldo tra entrate e uscite dal mercato regolamentato è stato fortemente negativo, con una perdita di circa 50 miliardi di capitalizzazione.

L’aumento della massa critica del mercato azionario italiano è quindi un obiettivo ineludibile di politica economica. La leva delle privatizzazioni, che ha svolto un ruolo decisivo nello sviluppo del mercato gli anni ’90, è oggi più difficilmente attivabile, mentre un ruolo importante può essere svolto dalla leva normativa.

Le diverse iniziative conoscitive avviate dal Governo sul mercato dei capitali, confluite nel Rapporto dell’OCSE del 2020 e nel Libro Verde del MEF del 2022, hanno chiaramente indicato l’opportunità di ridurre l’onerosità del sistema normativo italiano che grava sulla Borsa, e in particolare sulle imprese che si quotano. In questi documenti venivano anche delineate le linee guida di una riforma normativa volta ad aumentare la competitività del mercato dei capitali italiano, attraverso una maggiore convergenza verso la disciplina e le prassi di vigilanza dei paesi più dinamici.

Il disegno di legge che è all’esame di questa Commissione recepisce le indicazioni di quelle analisi e compie alcuni primi, ma significativi passi, nella direzione indicata:

- vengono eliminati alcuni degli “eccessi di zelo” del legislatore italiano nell’applicare le direttive europee (cosiddetti *goldplating*);
- vengono previste alcune misure volte a favorire la raccolta di capitali sul mercato, sia incentivando la quotazione di nuove imprese, sia facilitando gli aumenti di capitale delle società già quotate;

- si aprono nuovi spazi per l'autonomia statutaria delle società quotate, ad esempio nella modalità di gestione delle assemblee;
- si pongono le basi per una maggiore proporzionalità nella definizione delle regole per le società quotate di minori dimensioni;
- ci sono alcuni primi segnali nella direzione del rafforzamento del ruolo degli investitori istituzionali nel finanziamento del capitale;
- viene introdotta una maggiore flessibilità negli strumenti sanzionatori della Consob.

#### 1. La riduzione dei *goldplating* rispetto all'armonizzazione europea

Uno dei principali messaggi del Libro Verde del MEF riguardava la necessità di riconsiderare quelle norme che “conducono a vincoli più stringenti e costi maggiori rispetto a quanto richiesto del diritto europeo armonizzato (cd. casi di “*goldplating*”) e non risultano sostenute da adeguata motivazione, rappresentando delle eccezioni nel confronto europeo”.

Il Disegno di Legge contiene diverse misure che rispondono a questo principio.

Nella maggior parte dei casi le modifiche consistono in una semplice abrogazione delle norme “ridondanti”, contribuendo a una positiva semplificazione complessiva del quadro normativo che si è andato progressivamente appesantendo nel corso del tempo. Si pensi che il numero di articoli del TUF è più che raddoppiato dal momento della sua adozione nel 1998 ad oggi e che la sua dimensione complessiva, in termini di numero di pagine, è più che quadruplicata nello stesso periodo.

Rientrano in questa tipologia di modifiche, l'abrogazione dell'obbligo di segnalazione delle operazioni sui titoli della società effettuate dagli azionisti di controllo, non previsto dalla disciplina europea sugli abusi di mercato (art. 11 DDL), l'abrogazione della responsabilità del prospetto a carico del collocatore e del controllo da parte della Consob sulla completezza del prospetto prima dell'avvio dei termini per la sua approvazione, entrambe non previste dal Regolamento europeo sul Prospetto (art. 10 DDL), l'abrogazione delle norme del Codice Civile e del TUF che estendono alle società non quotate con azioni diffuse alcune disposizioni che le discipline europee di armonizzazione limitano alle società con azioni quotate su un mercato regolamentato (art. 4 DDL), l'abrogazione della facoltà per la Consob di alzare la soglia di possesso al di sopra del quale scatta l'obbligo di lanciare un'offerta totalitaria o di ripristinare il flottante, non prevista dalla Direttiva europea sulle OPA (art. 6 DDL).

### ***Abrogazione dell’obbligo di segnalazione delle operazioni effettuate dagli azionisti di controllo (art. 11)***

Il DDL prevede l’abrogazione degli obblighi di comunicazione alla Consob e al pubblico delle operazioni sull’emittente quotato previsti in capo ai soggetti che lo controllano e in capo ad azionisti sopra il 10% (art. 114, comma 7, TUF); questa previsione, già presente nel TUF prima del Regolamento UE n. 596/2014 (in seguito anche solo “Regolamento sugli abusi di mercato”), non era stata eliminata all’atto dell’adeguamento del TUF alla disciplina europea nel 2018, che prevede tali obblighi soltanto per le persone che svolgono funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione (“Soggetti Rilevanti”) e per le persone a loro strettamente legate. La motivazione addotta al tempo era la diffusa presenza di azionisti di controllo delle società quotate.

L’abrogazione appare pienamente giustificata, in quanto obblighi di questo tipo non sono previsti negli altri paesi europei dove pure è diffusa la presenza di azionisti di controllo. Inoltre, l’Autorità di vigilanza dispone di adeguati poteri per richiedere la comunicazione di queste operazioni, eventualmente anche prevedendo la loro diffusione al pubblico, qualora se ne ravvisi la necessità per la tutela del corretto funzionamento del mercato (artt. 114 e 115 TUF).

### ***Abrogazione della responsabilità del collocatore sul prospetto e del controllo di completezza pre-avvio dell’istruttoria di approvazione del prospetto (art. 10)***

Il DDL elimina la previsione che stabilisce la responsabilità del prospetto a carico del collocatore (art. 94 TUF), non prevista dal Regolamento UE 2017/1129 (in seguito anche solo “Regolamento Prospetto”), che limita la responsabilità all’emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all’offerente, al soggetto che chiede l’ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi (art. 11 Regolamento Prospetto).

Anche questa abrogazione è pienamente condivisibile, in quanto la responsabilità del collocatore, da un lato, non appare necessaria, considerata l’estesa catena di responsabilità che copre gli altri soggetti coinvolti nella redazione e diffusione del prospetto e la presenza di specifiche regole di comportamento per il loro operato; dall’altra, costituisce una significativa fonte di aumento dei costi della produzione del prospetto, che nella realtà italiana già rappresentano un ostacolo rilevante alla realizzazione di operazioni di quotazione o di offerta al pubblico.

Il DDL interviene anche sulla procedura di presentazione della domanda di approvazione del prospetto, chiarendo che i tempi per l’approvazione decorrono dalla data di presentazione di questa domanda, senza la necessità di un’istruttoria preliminare sulla completezza della domanda. Si tratta

di una precisazione opportuna, che elimina di fatto una fase del processo non prevista dal Regolamento Prospetto, secondo il quale il controllo di completezza si realizza, insieme al controllo sulla comprensibilità e sulla coerenza delle informazioni, nella fase successiva alla accettazione della domanda, da cui decorrono i termini per la sua approvazione. La lunghezza e, soprattutto, la scarsa prevedibilità dei tempi dell'istruttoria costituiscono un elemento particolarmente critico nel sistema italiano, che spesso impediscono di cogliere le finestre di mercato più opportune per la realizzazione dell'operazione.

#### ***Riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi (art. 4)***

La categoria delle società con strumenti finanziari diffusi rappresenta un *unicum* nel panorama europeo e non trova riscontro nelle misure di armonizzazione europea che hanno ad oggetto solo le società quotate su un mercato regolamentato o su un MTF.

Nell'ordinamento italiano questa categoria è stata introdotta con la riforma del diritto societario del 2003 nell'ambito della più ampia nozione di "società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio" (art. 2325-*bis* c.c.) che ricomprende le società per le quali la proprietà è almeno parzialmente "aperta" a degli investitori di mercato, identificate nelle società quotate nei mercati regolamentati e nelle altre società che abbiano un determinato grado di diffusione dei propri strumenti finanziari.

Per tutte le società aperte, il Codice Civile ha previsto una disciplina sostanzialmente omogenea, con lo scopo di tutelare gli interessi degli investitori di minoranza, indipendentemente dallo *status* di quotazione della società. Questo approccio è stato esteso anche a una parte delle norme del TUF, che pertanto si applicano sia alle società quotate su un mercato regolamentato sia alle società non quotate ma diffuse.

Si ritiene pertanto opportuno l'intervento del DDL sulla disciplina delle società con strumenti finanziari diffusi che abroga tutte le previsioni del TUF che sono state estese a tali società, eliminando un *goldplating* sostanziale dell'ordinamento italiano rispetto a quello europeo armonizzato.

Peraltro, è da notare l'effetto asimmetrico che l'applicazione dell'attuale normativa sulle società a proprietà diffusa comporta per le società aventi azioni negoziate su un MTF (l'*Euronext Growth Market* gestito da Borsa Italiana), dove solo 58 delle circa 200 società quotate hanno lo status di società diffuse e sono quindi sottoposte alla relativa disciplina.

Sono pertanto condivisibili anche gli interventi del DDL che puntano a una razionalizzazione della normativa applicabile alle società quotate su un MTF, estendendo a tali società alcune delle norme civilistiche previste per le società quotate.

Riteniamo tuttavia che sarebbe opportuno perseguire un più ampio ed efficace disegno riformatore che introduca nella definizione di “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” anche le società quotate su un MTF (attualmente escluse), come categoria separata e distinta rispetto alle società “società emittenti strumenti finanziari diffusi”.

In tal modo, le società quotate su un MTF (come il mercato *Euronext Growth Milan*) non sarebbero più soggette a un regime giuridico variabile in dipendenza del grado di diffusione delle proprie azioni.

Esse sarebbero, invece, soggette al regime giuridico applicabile alle “società aperte”, connotato da regole ispirate alla maggiore trasparenza e alla maggior tutela degli azionisti di minoranza, con la previsione di alcune significative eccezioni, volte a definire una disciplina degli emittenti negoziati su MTF che sia comunque proporzionale rispetto al regime applicabile alle società quotate in mercati regolamentati.

#### ***Abrogazione del potere discrezionale della Consob in materia di obblighi di acquisto o ripristino del flottante (art. 6)***

Nella prospettiva di eliminare forme non giustificate di *goldplating*, l’articolo 6 del DDL intende sopprimere il potere discrezionale di intervento della Consob nella definizione della soglia che fa sorgere l’obbligo di acquisto. Come noto, l’art. 108, comma 2, TUF prevede che chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale, 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. L’articolo 112 TUF – oggetto di intervento del DDL – attribuisce alla Consob il potere di elevare tale soglia per singole società, sentita la società di gestione del mercato.

Al riguardo siamo favorevoli alla soppressione del menzionato potere discrezionale della Consob, poiché si tratta di una previsione che non trova sostegno nella disciplina europea e non trova eguali negli altri ordinamenti. In particolare, come rilevato dalla stessa Relazione illustrativa, l’esercizio discrezionale del potere della Consob appare foriero di incertezza per gli emittenti italiani e appare sproporzionato rispetto alla limitata rilevanza della tutela che questo esercizio discrezionale potrebbe riservare a (ridotte) minoranza azionarie, creando d’altra parte un aggravio di costi e

procedure nel caso l'azionista di controllo intenda procedere comunque al *delisting*. Si ricorda, al riguardo, che procedure efficienti di *delisting* incidono positivamente sulla propensione delle imprese alla quotazione, per le quali l'eventuale *delisting* può costituire una fase fisiologica dell'evoluzione della situazione dell'impresa stessa.

## 2. Incentivazione dell'accesso al mercato dei capitali

Una parte significativa del pacchetto di riforme contenute nel disegno di legge puntano direttamente al cuore del problema del sottosviluppo del mercato dei capitali italiani attraverso una serie di misure che dovrebbero facilitare le varie forme di accesso a questo mercato che corrispondono alle diverse fasi di sviluppo delle imprese.

Alcune di queste misure sono rivolte specificatamente a favorire la quotazione delle società e il loro ricorso al mercato nella fase successiva alla quotazione. Rientrano in questa finalità le misure volte al potenziamento del voto multiplo (art. 13 DDL), alla proroga della validità delle misure di semplificazione per gli aumenti di capitale previste allo scoppio della pandemia da Covid nell'ottica di facilitare la ricapitalizzazione delle imprese (art.8 DDL), la semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione (art. 9 DDL).

### ***Disposizioni in materia di voto plurimo (art. 13)***

L'attuale disciplina del voto maggiorato e plurimo, introdotta nel 2014, ha costituito un primo passo per l'ordinamento italiano verso il superamento del principio "un'azione-un voto" e la promozione di una maggiore competitività del mercato domestico. Se lo strumento del voto plurimo è limitato alle società non quotate, ma può essere mantenuto in sede di quotazione, il voto maggiorato può essere introdotto dalla società le cui azioni sono già quotate sul mercato regolamentato. Come noto, i due strumenti – voto plurimo e voto maggiorato – sono mutualmente esclusivi.

Ad oggi il voto maggiorato è stato adottato da un numero significativo di società quotate (70), mentre il voto plurimo ha riscontrato un successo decisamente più limitato (6 società quotate). Pur nella ancora limitata possibilità di rafforzamento dei diritti di voto consentita attualmente, le società di recente quotazione guardano comunque con interesse a questo strumento di crescita: quasi due terzi delle società quotate negli ultimi cinque anni ha adottato il voto maggiorato (18) o il voto plurimo (4).

Uno degli aspetti più limitanti dell'attuale disciplina del voto maggiorato e del voto plurimo appare essere l'eccessiva limitazione del fattore di moltiplicazione (rispettivamente 1:2 nel maggiorato e 1:3 nel plurimo) che non appare sufficiente a incentivare una società a forte concentrazione proprietaria a collocare una parte significativa del capitale sociale tra il pubblico e, dunque, a sostenerne la crescita.

Questo svantaggio competitivo del nostro ordinamento è reso esplicito dalla “migrazione” di importanti realtà industriali italiane che hanno deciso di spostare la sede legale all'estero o anche di quotarsi direttamente su mercati esteri, utilizzando i più ampi margini dell'autonomia statutaria assicurati da quegli ordinamenti che in alcuni casi non prevedono un limite al fattore di moltiplicazione. Questo fenomeno ha iniziato a svilupparsi a partire dal 2013 e ha assunto ora dimensioni molto significative: si tratta di 13 società di diritto estero quotate sul mercato regolamentato italiano a fine 2022 che pesano per il 22% dell'intero mercato; la rilevanza delle società estere cresce se si considerano le società del FTSE MIB, dove le estere pesano il 27% dell'indice. La maggior parte dei recenti spostamenti della sede legale all'estero (in Olanda) è stata accompagnata anche dalla scelta di usufruire della maggiore flessibilità nella disciplina del voto plurimo; in questi casi, la stessa documentazione pubblicata dalla società in preparazione dell'operazione di trasferimento indicava tra le motivazioni proprio l'opportunità di avvalersi di questo aspetto specifico dell'ordinamento societario olandese.

Peraltro, i trasferimenti all'estero della sede legale riguardano soprattutto società industriali, con il rischio che, qualora ad essi (come spesso accade) segua lo spostamento all'estero anche del mercato di quotazione, il listino italiano diventi ancora più concentrato sulle società finanziarie e, in particolar modo, sulle banche, rendendolo più esposto alle fluttuazioni dei loro prezzi di mercato.

Una maggiore libertà nell'articolazione dei diritti di voto costituisce uno dei principali fattori di competizione anche nel panorama internazionale: si vedano in tal senso le recenti modifiche alle regole di quotazione delle principali borse asiatiche (Tokyo, Singapore), così come, a livello europeo, dove i mercati più attrattivi (Olanda) e più dinamici (Svezia) presentano una disciplina più liberale nella attribuzione dei diritti di voto. Anche il Regno Unito ha avviato una riforma del mercato dei capitali, considerando l'opportunità di eliminare il divieto di azioni a voto multiplo per le società quotate sul segmento *premium*. L'attenzione a questi elementi di competitività trova riscontro anche nei dati delle più recenti quotazioni: negli Stati Uniti, circa il 30% delle IPO del 2021-22 hanno una struttura con voto multiplo; in Svezia, circa il 30% delle società che è sono



passate dal mercato di crescita (cd. *growth market*) al mercato regolamentato è dotato di azioni a voto plurimo; in Germania, dove non esistono al momento forme di maggiorazione dei diritti di voto, la facoltà di accedere al mercato regolamentato quotando soltanto le azioni prive di diritti di voto ha contribuito a favorire una delle più grandi IPO del 2021 (caso Porsche).

Da ultimo, la stessa proposta sull'evoluzione del voto plurimo per le società con azioni negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione pubblicata nel pacchetto europeo sul *Listing Act* evidenzia come lo strumento del rafforzamento dei diritti di voto possa incentivare e facilitare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese europee non ancora quotate sul mercato regolamentato, fornendo una risposta concerta al rischio della perdita del controllo che continua ad emergere tra i fattori che incidono negativamente sulla scelta di una possibile quotazione delle società chiuse familiari o comunque ad azionariato concentrato.

Alla luce di queste considerazioni, si condivide dunque la proposta contenuta all'articolo 13 del DDL di modificare l'attuale disciplina del voto plurimo (art. 2351 c.c.) elevando a 10 il fattore di moltiplicazione che può essere introdotto dalle società non quotate in vista della quotazione: si tratta di una misura concretamente funzionale a favorire la quotazione di imprese che ancora stentano a utilizzare proficuamente il mercato dei capitali e che appare coerente con le esigenze di maggiore competitività del nostro ordinamento sopra indicate e con le indicazioni del Libro Verde del MEF.

Al contempo si ritiene però opportuno completare questa proposta con una misura ad essa complementare, volta a rispondere alle esigenze non soltanto delle società di prossima quotazione ma anche di quelle già quotate sul mercato regolamentato domestico. Queste ultime – in assenza di un opportuno rafforzamento dei diritti di voto di seguito proposto – si vedono precluse potenziali operazioni straordinarie funzionali alla crescita e alla creazione di valore nel lungo termine, a meno di realizzarle – come la prassi insegna – attraverso la migrazione verso ordinamenti che già offrono questi strumenti di potenziamento del voto. Peraltro, la recente armonizzazione delle regole europee in materia di trasformazione societaria transfrontaliera (recepita in Italia con il d. Lgs 19 del 2023) ha di fatto reso del tutto libera la scelta del diritto societario a cui assoggettare le società rendendo molto accessibili questi istituti di potenziamento del voto presenti in altri ordinamenti europei.

Inoltre, una maggiore flessibilità nell'articolazione dei diritti di voto per le società già quotate potrebbe anche rappresentare, in un'ottica di competitività, un fattore di attrazione per imprese estere che nei rispettivi ordinamenti di origine non possono usufruire di questi modelli rafforzati e che potrebbero di converso scegliere di trasferire la propria sede legale in Italia.

In base a queste considerazioni, si propone di ampliare il contenuto dell'articolo 13 del DDL, attualmente incentrato unicamente sulla disciplina del voto plurimo, con una proposta di riforma del voto maggiorato, aumentando il fattore di moltiplicazione dall'attuale 1:2 a un massimo di 1:10, allineandosi così al proposto potenziamento del voto plurimo.

Questa proposta risponde alla concreta esigenza di fornire anche alle società già quotate la possibilità di fruire di un quadro normativo più competitivo, capace di agevolare la crescita attraverso uno strumento che, al contempo, assicura anche la parità di trattamento degli azionisti. Come noto, infatti, la maggiorazione dei diritti di voto non costituisce una categoria di azioni ma è collegata alla detenzione delle azioni ed è, in quanto tale, disponibile a tutti i soci.

Più in dettaglio, si suggerisce di intervenire sull'art. 127-*quinquies* TUF, mantenendo l'attuale disciplina della maggiorazione cd. ordinaria contenuta al comma 1 (detenzione per 24 mesi con maggiorazione fino a 2 voti per azione) e inserendo un nuovo comma 1-*bis* che consenta alle società di prevedere statutariamente (*opt-in*) la possibilità di incrementare la maggiorazione del voto in relazione all'allungamento del periodo di detenzione delle azioni con un rapporto incrementale di 1 voto ogni 12 mesi di detenzione, fino a un massimo di 10 voti per azione. La maturazione del periodo successivo decorrerebbe dall'iscrizione della relativa delibera di modificazione dello statuto.

Tenendo conto del significativo rafforzamento che questa previsione avrebbe sui diritti di voto in società già quotate, si propone di contemperare la sua introduzione riconoscendo espressamente il diritto di recesso per i soci della società quotata che non hanno concorso alla deliberazione di modifica dello statuto che introduce il voto maggiorato rafforzato. Si tratta di una misura di salvaguardia che trova giustificazione nella particolare incidenza che l'utilizzo dei più elevati fattori di moltiplicazione (fino al massimo di 1:10) potrebbe avere sulle deliberazioni dei soci e nella sua equivalenza con il diritto di recesso assicurato ai soci che non abbiano concorso alla deliberazione relativa allo spostamento della sede legale all'estero, considerato che tale spostamento è motivato e caratterizzato – nella prassi – anche dall'opportunità di attuare una più ampia articolazione dei diritti di voto rispetto a quella consentita dall'attuale ordinamento nazionale.

#### ***Misure a favore degli aumenti di capitale (art. 8)***

L'articolo 8 del DDL propone di prorogare fino al 30 aprile 2025 parte della disciplina semplificata prevista per gli aumenti di capitale dal cd. Decreto Semplificazioni durante l'emergenza della pandemia da Covid. Si tratta di una semplificazione soltanto temporanea della disciplina ordinaria

degli aumenti di capitale che dovrebbe agevolare il processo di ricapitalizzazione delle imprese italiane, rendendolo più snello.

I contenuti e gli obiettivi della proposta sono condivisibili e potranno agevolare il processo di ricapitalizzazione delle imprese italiane.

Osserviamo però che la necessità di favorire la raccolta di capitale di rischio attraverso aumenti di capitale è un tema che non può essere legato solo al verificarsi di eventi eccezionali, ma dovrebbe essere concepito come un profilo di natura strutturale. Quindi, anche considerando il fatto che le misure proposte dal DDL non costituiscono deroghe alla disciplina europea bensì si avvalgono di opportunità già concesse dalla stessa (art. 83 Direttiva UE 1132/2017), riteniamo opportuno che le previsioni dell'art. 8 del DDL si traducano in una modifica permanente della normativa vigente.

In una prospettiva più ampia e di sistema, si potrebbe valutare la possibilità di estendere la semplificazione dei *quorum* anche alle fusioni e alle scissioni, vale a dire quelle operazioni societarie straordinarie che sono tese a realizzare riorganizzazioni dell'attività d'impresa.

Anche per queste operazioni, così come per gli aumenti di capitale, il diritto europeo prevede l'adozione con una maggioranza di almeno due terzi dei voti del capitale sottoscritto rappresentato in assemblea; tuttavia, gli Stati membri possono stabilire che sia sufficiente la maggioranza semplice dei voti quando è rappresentata almeno la metà del capitale sottoscritto (artt. 93 e 139 Direttiva UE 1132/2017).

In un contesto europeo caratterizzato dalla libertà di stabilimento e dalla connessa concorrenza tra ordinamenti societari, si ritiene che la presenza nell'ordinamento italiano di regole di diritto societario più rigide di quelle imposte dal diritto europeo crei uno svantaggio competitivo per le imprese italiane, che può giustificarsi solo in presenza di interessi particolari che non possono che trovare protezione attraverso una disciplina più onerosa.

Questa esigenza non appare sussistere nei casi sopra indicati.

Per quanto riguarda gli aumenti di capitale, quelli più delicati sotto il profilo della tutela dei soci, quali gli aumenti con esclusione o limitazione del diritto d'opzione nonché quelli liberati con conferimenti in natura, sono accompagnati da una serie di misure volte proprio ad assicurare la giustificazione dell'operazione e la congruità del prezzo di emissione delle azioni (si pensi alla relazione degli amministratori, al parere del collegio sindacale sulla congruità del prezzo di emissione, ai criteri sostanziali di fissazione del prezzo di emissione *ex art. 2441, comma 6, c.c.*).

Per le fusioni e le scissioni si prevedono una serie di istituti volti proprio a tutelare le ragioni patrimoniali dei soci (relazione dell'organo amministrativo e degli esperti). Per la scissione, poi, si richiede il consenso unanime nel caso di scissione asimmetrica (art. 2506, comma 2, c.c.) e si attribuisce il diritto di *exit* in caso di scissione non proporzionale.

Il complesso di queste norme porta a concludere che in queste operazioni la posizione dei soci di minoranza trovi già forme di tutela incisive e puntuali, rendendo non necessaria e poco giustificata l'attuale previsione di maggioranze rafforzate. L'unica eccezione che si potrebbe mantenere (nel senso della necessità della maggioranza dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea) potrebbe riguardare l'approvazione del progetto di fusione e scissione transfrontaliera, che comportano un cambiamento della legge applicabile alla società.

Sempre nell'ambito delle misure volte a favorire l'accesso al mercato dei capitali rientra la modifica proposta dal DDL alla **disciplina dell'offerta fuori sede (art. 1 DDL)**, al fine di favorire il cosiddetto auto-collocamento, cioè il collocamento diretto da parte dell'emittente di propri titoli.

L'obiettivo dell'ampliamento delle esenzioni dall'offerta fuori sede prevista dal DDL è condivisibile tanto più che la disciplina dell'offerta fuori sede è prettamente domestica, non derivando da norme europee.

Tuttavia, proprio per assicurare la funzionalità di queste modifiche a favorire l'accesso delle imprese al mercato del capitale di rischio, crediamo che siano opportuni alcuni correttivi.

Da un lato, sarebbe opportuna una limitazione delle tipologie di titoli che possono essere oggetto di auto-collocamento, circoscrivendole alle azioni e agli strumenti convertibili in azioni emessi da soggetti diversi dalle SICAV e da SICAF, per evitare un'impropria applicazione a strumenti di risparmio gestito o altre forme di investimento finanziario.

Dall'altro, si potrebbe valutare l'estensione delle operazioni che rientrano nell'esenzione, includendo non solo quelle effettuate da parte di imprese già quotate, ma anche quelle finalizzate all'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione, previa definizione di alcune misure di salvaguardia, ad esempio con riguardo all'importo minimo del singolo collocamento, che non dovrebbe essere inferiore a una determinata soglia, e ai soggetti abilitati a effettuare il collocamento, che dovrebbero avere un legame organico con l'emittente.

### ***Semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione (art. 9)***

Il DDL propone di abrogare le previsioni che delegano la Consob a disciplinare con regolamento le condizioni per la quotazione di società che controllano altre società con sede in paesi extra UE e di società finanziarie il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni.

Rimane tuttavia nel TUF la delega alla Consob a prevedere con regolamento le condizioni per la quotazione di società sottoposte a direzione e coordinamento (di cui alla lettera b)).

Questa disciplina era stata originariamente introdotta nel TUF ad opera della Legge sul risparmio (legge n. 262/2005) sulla scia di alcuni noti scandali finanziari; l'attribuzione del potere regolamentare alla Consob in ordine alla determinazione dei requisiti per la quotazione di società si pone tuttavia in conflitto con le previsioni che demandano alla società di gestione del mercato la fissazione di regole chiare e trasparenti per l'ammissione a quotazione (art. 66 TUF) declinate dettagliatamente nel regolamento della società di gestione del mercato che è peraltro oggetto di approvazione da parte della Consob.

Pertanto, oltre a condividere l'abrogazione proposta dal DDL, riteniamo opportuno che, per le ragioni sopra accennate, venga eliminato l'intero articolo, compreso il caso delle società sottoposte a direzione e coordinamento.

La semplificazione sarebbe funzionale ad agevolare l'accesso e la permanenza delle società sui mercati regolamentati eliminando previsioni legate a una logica emergenziale, che non appare più attuale. Si consideri in particolare la successiva introduzione di regole pregnanti sui conflitti di interesse che possono emergere in particolare nelle società soggette a direzione e coordinamento, quali quelle dettate dal Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate, e le sempre più stringenti raccomandazioni del Codice di autodisciplina delle società quotate in materia di *corporate governance*, volte a rafforzare la responsabilità e l'indipendenza del *board* anche per le società soggette a direzione a coordinamento.

Il DDL abroga, inoltre, il potere della Consob di vietare l'esecuzione di ammissione a quotazione e l'esclusione dalle negoziazioni o la revoca entro 5 giorni di mercato aperto dalla comunicazione ricevuta dal gestore del mercato.

L'intervento del DDL consentirebbe di razionalizzare la procedura di ammissione, in coerenza con la prassi applicativa che ha dimostrato che tale termine rappresenta un mero aggravio procedurale svolgendosi le attività di scrutinio di Consob e Borsa Italiana in coordinamento per tutta la loro

durata. Tale snellimento consente agli operatori di beneficiare di maggiore flessibilità operativa senza ridurre il livello di protezione per gli operatori.

Altre misure previste dal DDL sono invece volte a favorire l'accesso al mercato soprattutto da parte delle PMI, indipendentemente dalla quotazione, riguardano **la dematerializzazione delle quote di PMI (art. 3 DDL)** e **la possibilità per gli investitori istituzionali di sottoscrivere obbligazioni emesse da società non quotate (art. 7 DDL)** e **la possibilità per le PMI quotate su un MTF di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali (art. 5 DDL)**. Si tratta di misure pienamente condivisibili che possono contribuire a rafforzare la capitalizzazione delle PMI e di creare un percorso di progressivo avvicinamento al mercato dei capitali.

### 3. Valorizzazione dell'autonomia statutaria

Un aspetto che caratterizza l'attuale disciplina sulle società quotate è l'alto livello di interventismo, attraverso norme prescrittive, in materie e ambiti tradizionalmente riservati all'autonomia statutaria. Questo rende il nostro sistema particolarmente rigido in quanto impone modelli comportamentali e organizzativi standardizzati laddove sarebbe possibile e auspicabile lasciare alle singole società la definizione dei modelli più confacenti alle proprie caratteristiche, con la possibilità di adattarli progressivamente alla loro evoluzione.

La rigidità del sistema riduce gli spazi e gli incentivi all'innovazione che costituiscono invece una componente essenziale per aumentare la competitività sia delle singole imprese sia del mercato nel suo complesso e la sua capacità di attrazione.

L'ampliamento dell'autonomia statutaria costituisce pertanto un principio che andrebbe perseguito con maggiore sistematicità, considerato che gli ordinamenti più flessibili sono quelli dove lo sviluppo del mercato dei capitali è più consolidato e che, non a caso, sono quelli che maggiormente sono una fonte di attrazione per lo spostamento della sede legale di importanti gruppi imprenditoriali italiani.

Il DDL compie un primo passo significativo in questa direzione sul tema delle modalità di svolgimento delle assemblee, ma vi sono altre aree in cui il sistema italiano appare particolarmente rigido, come quella dei sistemi di nomina e composizione degli organi di amministrazione e controllo, per i quali si potrebbero esplorare forme di alleggerimento della natura prescrittiva delle

norme, valorizzando l'autonomia statutaria, che comunque richiede il coinvolgimento dei soci per l'approvazione delle modifiche necessarie.

### ***Svolgimento delle assemblee delle società quotate (art. 12)***

L'articolo 12 del DDL interviene sulla disciplina delle assemblee delle società quotate per consentirne lo svolgimento a porte chiuse e rendendo permanente una facoltà che era stata introdotta in via emergenziale e provvisoria dal Decreto Cura Italia durante la pandemia.

In particolare, l'articolo 12 consente alle società di prevedere, in via statutaria, che l'intervento e il voto in assemblea avvengano esclusivamente tramite rappresentante designato dalla società.

Si condivide il testo della proposta che tiene conto, come chiaramente indicato anche nella Relazione illustrativa, dell'evoluzione in atto da tempo nelle assemblee delle società quotate, caratterizzate dall'anticipazione della formazione della volontà dei soci a una fase preassembleare e dalla conseguente riduzione della centralità del dibattito in assemblea. In questo contesto, anche la funzione informativa tradizionalmente riconosciuta all'assemblea appare ridimensionata, tenuto conto della crescente canalizzazione delle informazioni societarie in documenti e relazioni la cui diffusione è anticipata rispetto allo svolgimento dell'assemblea.

Il 'modello decisionale anticipato' riflette la trasformazione degli assetti proprietari delle società quotate, con la progressiva sostituzione degli azionisti *retail* con gli investitori istituzionali e il conseguente sviluppo di canali di engagement tra società e investitori attraverso canali e strumenti diversi dalla partecipazione all'assemblea.

Questa tendenza evolutiva si è rafforzata negli ultimi anni, sollecitata dal regime emergenziale: quasi tutte le società quotate hanno optato per lo svolgimento delle assemblee 'a porte chiuse' con l'uso del rappresentante designato in via esclusiva. Dall'analisi degli avvisi di convocazione emerge come le società abbiano sempre più utilizzato misure volontarie, in linea con le indicazioni fornite dalle Q&A di Assonime e dalla Consob, volte a facilitare l'esercizio di quei diritti sociali – diritto di presentare nuove proposte di assemblea e di porre domande – che più erano in conflitto con lo svolgimento delle assemblee chiuse e più in generale con il modello decisionale anticipato emergente. Lo svolgimento delle assemblee a porte chiuse, accompagnate dalle misure di anticipazione dell'esercizio dei diritti sociali che appaiono oramai una prassi diffusa, non sembra aver ostacolato la partecipazione e il voto dei soci, che appaiono, al contrario, essersi rafforzati.

L'evoluzione del modello assembleare delle società quotate consente, a nostro avviso, una riflessione più ampia e sistematica sulla tutela dei diritti informativi e partecipativi dei soci che più entrano in conflitto con il 'modello decisionale anticipato', e questo non solo nel caso di svolgimento dell'assemblea a porte chiuse.

Si ritiene dunque che la proposta contenuta nel DDL potrebbe essere integrata prevedendo, in modo generalizzato e a beneficio di tutte le assemblee, sia quelle a porte chiuse sia quelle in presenza o ibride, l'anticipazione di tutta l'informativa preassembleare, inclusa la presentazione delle nuove proposte di delibera, prevista dall'art. 12 solo nel caso di uso del rappresentante designato in via esclusiva.

L'anticipazione dell'informativa pre-assembleare e la conoscibilità di tutte le proposte di delibera, più coerente con il modello decisionale anticipato che fisiologicamente caratterizza le assemblee delle società quotate, consentirebbe di garantire alle società massima flessibilità nella scelta di modalità di svolgimento dell'assemblea (chiuse, aperte, ibride), anche imponendo modalità di voto *ex ante* e a distanza, garantendo comunque ai soci di esprimere dichiarazioni di voto.

Appare infine opportuno intervenire sulla disciplina sull'uso dei mezzi di telecomunicazione, aprendo anche alla possibilità dell'assemblea virtuale, superando le incertezze normative sui rischi e responsabilità legati all'identificazione dei partecipanti e all'interruzione del collegamento.

#### 4. Estensione della proporzionalità

Accanto all'aumento degli spazi per l'autonomia statutaria, un altro strumento importante per ridurre la rigidità del sistema e gli oneri soprattutto per le piccole e medie imprese, è quello della definizione di regole proporzionate alle caratteristiche, soprattutto dimensionali, delle diverse tipologie di imprese quotate. Queste, infatti, variano in uno spettro assai ampio, passando dai grandi gruppi multinazionali che hanno un valore di mercato di decine di miliardi di euro, alle imprese che accedono alla Borsa in una prima fase della loro crescita e che per questo hanno un valore di mercato dell'ordine delle centinaia di milioni di euro, se non ancora meno.

In questo quadro, l'imposizione di un sistema di norme rigido e indifferenziato penalizza in particolar modo le imprese più piccole, in quanto i costi di *compliance* sono in gran parte costi fissi che incidono quindi in maniera esponenzialmente più rilevante per le imprese minori,



scoraggiandone l'ingresso al mercato o, come si è visto soprattutto in questi ultimi anni, spingendole all'uscita.

### ***Estensione della definizione di PMI quotata (art. 2)***

Il DDL si muove in questa direzione alzando la soglia per definire le PMI che beneficiano di alcune semplificazioni normative da 500 milioni a 1 miliardo di capitalizzazione. Questa estensione della definizione di PMI appare in linea con le raccomandazioni formulate a livello europeo negli studi di approfondimento pubblicati nell'ambito della *Capital Market Union*. Peraltro, una soglia simile è stata anche adottata negli Stati Uniti per prevedere un regime semplificato per le società neo-quotate (il cd. *Jobs Act* del 2012) che ha dimostrato un notevole successo nell'incrementare le quotazioni.

Si ritiene pertanto pienamente condivisibile la misura proposta nel DDL. Questa, benché riguarderebbe un numero limitato di società già quotate, potrebbe rivelarsi particolarmente utile per attrarre sul mercato nuove imprese di medie dimensioni con ampie potenzialità di crescita. Queste imprese rappresentano in Italia il bacino potenziale più ricco per lo sviluppo del mercato azionario, come segnalato dal fatto che quasi l'80% delle società che si sono quotate negli ultimi 10 avevano, nel primo anno di quotazione, una capitalizzazione inferiore al miliardo di euro.

Per rendere più efficace tale modifica, appare però opportuno estendere l'area delle regole cui la nuova definizione di PMI quotata si applica.

A tal fine, si propone di precisare, in sede di norma primaria, che la nuova definizione di PMI quotata del TUF si intende estesa a tutti i regolamenti attuativi, uniformando le attuali definizioni di PMI quotata o di società quotata cd. di minori dimensioni contenute in tali regolamenti. Un esempio paradigmatico dell'esigenza di uniformità si riscontra, ad esempio, nella disciplina regolamentare delle operazioni con parti correlate, dove il regime semplificato si applica alle società quotate di "minori dimensioni", secondo una definizione diversa da quella del TUF.

Si ritiene inoltre opportuno avviare una riflessione sulla opportunità di rafforzare il ricorso all'utilizzo stesso della definizione di PMI quotata. Al momento, infatti, il TUF prevede misure di semplificazione per tale categoria di emittenti soltanto con riferimento alla disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti (art. 120 TUF) e al regime dell'opa totalitaria (art. 106 TUF). In aggiunta a queste previsioni si potrebbero prevedere misure di semplificazione ulteriori per le PMI, sia in base alle opzioni offerte dalla stessa disciplina europea (es. margini di semplificazione offerti per l'implementazione di Direttive e Regolamenti in ragione della

dimensione della società) sia nell'ottica di semplificare la disciplina nazionale che non trova riferimenti né ostacoli nella disciplina europea.

##### 5. Rafforzamento del ruolo degli investitori istituzionali nel finanziamento del capitale

Il sottosviluppo del mercato dei capitali italiani è dovuto, oltre che a un problema di offerta di capitale di rischio da parte delle imprese, anche a una strutturale debolezza dal lato della domanda, a causa della mancanza di una solida e articolata industria domestica di investitori istituzionali e di gestori del risparmio, che costituisce un pilastro essenziale dell'ecosistema necessario per lo sviluppo del mercato dei capitali.

Il valore del risparmio gestito da fondi pensione, casse previdenziali, assicurazioni e fondi comuni italiani, calcolato in percentuale del PIL, è in Italia la metà che in Germania, un quarto che in Francia.

La ridotta dimensione e la frammentazione degli investitori istituzionali italiani incidono negativamente sulle loro scelte di investimento, portando a investire poco in azioni e, tra queste, a preferire i titoli delle grandi imprese internazionali, a scapito delle imprese italiane. In Italia, gli investitori istituzionali investono circa il 10% del loro patrimonio in azioni, circa l'1% in azioni italiane. Negli altri principali paesi, gli investitori istituzionali investono tra il 30 e il 40% in azioni, tra il 5 e il 10% in azioni domestiche.

Il DDL affronta solo parzialmente questo problema, prevedendo **l'inclusione degli enti previdenziali privati tra le controparti qualificate (art. 14 DDL), semplificando il regime di vigilanza di Sicav e Sicaf eterogestite (art. 15 DDL), consentendo di attribuire deleghe di voto per più assemblee a un gestore di portafogli (art. 16 DDL).**

Si tratta di interventi condivisibili ma di portata limitata. Anche in questo campo, sarebbe necessario avviare una riflessione più sistematica per un progetto di riforma volto incentivare le forme di risparmio orientate al lungo periodo, soprattutto quello previdenziale, e il loro orientamento verso investimenti produttivi.

In questo quadro, la leva fiscale può rappresentare uno strumento importante per creare un adeguato sistema di incentivi per l'intero ecosistema del mercato dei capitali, eliminando oneri impropri, quali la *Tobin tax*, e definendo un sistema di agevolazioni coerente e stabile che incoraggi sia l'offerta sia la domanda di capitale di rischio così come l'offerta dei servizi ad alto valore aggiunto

– come ad esempio la ricerca sull'*equity* – funzionali a un efficace funzionamento del mercato e a dare maggiore visibilità alle opportunità di investimento.

## 6. Flessibilità negli strumenti sanzionatori della Consob

Nell'ottica dell'efficace funzionamento del mercato dei capitali domestico e della sua competitività a livello europeo e internazionale, il DDL opportunamente considera alcuni aspetti del sistema sanzionatorio amministrativo. Un modello di *enforcement* amministrativo efficace rappresenta infatti un tassello fondamentale per la realizzazione di un ecosistema favorevole alla crescita del mercato domestico, idoneo ad attrarre sia imprese sia gli investimenti e realizzare dunque gli obiettivi che orientano complessivamente il progetto di riforma del Governo.

In questa prospettiva accogliamo con favore la proposta contenuta **all'articolo 20 del DDL che introduce la possibilità per i soggetti vigilati destinatari di un procedimento sanzionatorio di poter accedere alla disciplina degli impegni**, già attuata dall'Antitrust, in base alla quale l'assunzione dell'impegno a eliminare le conseguenze di atti lesivi degli interessi degli investitori e del mercato che sono oggetto di contestazione consente la chiusura del procedimento sanzionatorio in corso senza l'accertamento della violazione. La possibilità di accedere, sotto la vigilanza della Consob, a un sistema di impegni alternativo al procedimento sanzionatorio, potrebbe infatti favorire la creazione di un sistema di *enforcement* più efficace e la riduzione del contenzioso, come auspicato nella stessa Relazione Illustrativa.

Rispetto alla formulazione proposta al comma 3 del citato articolo 20, segnaliamo tuttavia l'opportunità di eliminare la previsione contenuta alla lettera a) che consentirebbe alla Consob di riaprire d'ufficio il procedimento nel caso in cui si dovesse modificare "*in modo determinante la situazione di fatto rispetto ad un elemento su cui si fonda la decisione*" dell'impegno. Rispetto agli altri casi che rendono possibile la riapertura del procedimento (i soggetti interessati contravvengono all'impegno assunto o la decisione sull'impegno si fonda su informazioni trasmesse dalle parti che sono incomplete, inesatte o fuorvianti), la formulazione di cui alla lett. a) appare poco chiara e potenzialmente foriera di dubbi interpretativi che potrebbero incidere negativamente sull'efficacia della stessa disciplina degli impegni.

Inoltre, al fine rendere più celere il processo, si potrebbe valutare di consentire la presentazione degli impegni, non solo successivamente alla notificazione degli addebiti, ma anche in una fase precedente, ad esito dell'attività istruttoria, in linea con quanto previsto negli altri principali paesi

dove sono previsti analoghi sistemi di soluzione concordata. Più in generale, osserviamo però che, nell'ottica di realizzare un sistema concretamente efficace e competitivo sarebbe opportuno avviare una riforma complessiva del sistema sanzionatorio amministrativo riguardante il nostro mercato dei capitali. Questo progetto potrebbe fondarsi sulla medesima chiave di lettura che ispira alcune delle misure attualmente previste nel DDL, ossia quella di eliminare le scelte di *goldplating* adottate nel nostro ordinamento avendo particolare riguardo alla definizione delle fattispecie sanzionatorie e dei minimi e massimi edittali delle sanzioni erogabili.

Sono infatti rilevanti i casi in cui, anche nella trasposizione di normative europee che impongono genericamente agli Stati membri di assicurare che il rispetto delle norme europee sia accompagnato da “sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive”, il legislatore italiano ha deciso di introdurre – a differenza degli altri ordinamenti europei – fattispecie sanzionatorie *ad hoc*, caratterizzate dall'indeterminatezza della condotta sanzionabile e dalla particolare elevatezza dei minimi e dei massimi edittali. Un esempio recente di questa forma di *goldplating* si rinviene nel regime sanzionatorio applicabile alla disciplina delle remunerazioni e delle operazioni con parti correlate per le società quotate, come già indicato dal MEF nel medesimo Libro Verde che ispira il progetto di riforma del presente DDL.

In questa sede, dunque, auspichiamo che il Governo avvii un progetto di riforma complessivo del sistema amministrativo sanzionatorio legato al TUF, considerando sia possibili interventi sul funzionamento del processo sanzionatorio, sia una rimodulazione del regime sanzionatorio applicabile ai soggetti vigilati dalla Consob, avendo particolare riguardo all'adeguatezza delle condotte e dei soggetti sanzionabili, così come dell'ammontare delle sanzioni erogabili.

## Conclusioni

In conclusione, Assonime ritiene che il pacchetto di misure contenute nel disegno di legge possano portare un contributo positivo al rilancio del mercato dei capitali come strumento essenziale per sostenere le imprese nel realizzare gli investimenti funzionali alla loro crescita e alle trasformazioni ambientali e digitali.

Assonime condivide in particolare l'impostazione di fondo che ispira il progetto di riforma, volta a ridurre la distanza che attualmente caratterizza la disciplina italiana rispetto a quella degli altri principali paesi anche europei, in linea con i principali messaggi del Libro Verde del MEF.

Questa impostazione rappresenta un segnale importante di una possibile inversione di tendenza nell'approccio di *policy* verso la regolamentazione del mercato dei capitali.

Per la prima volta, nel periodo successivo al TUF del '98, abbiamo di fronte un progetto di riforma di una certa ambizione che non è dettata dalla necessità di reagire a scandali o crisi, ma nasce dalla consapevolezza, ampiamente condivisa da tutte le componenti del mercato, che il sottosviluppo del mercato dei capitali italiani rappresenta un elemento di debolezza strutturale del nostro sistema economico.

Come riconosciuto dal Libro Verde, a regole più stringenti e più rigide non necessariamente corrisponde un'adeguata tutela sostanziale del risparmio, soprattutto se queste comportano un sottosviluppo del mercato che limita le opportunità di investimento.

Assonime auspica quindi che questo disegno di legge trovi presto attuazione, con i possibili miglioramenti che abbiamo indicato.

Tuttavia, riteniamo che si tratti solo di un primo passo, necessario ma non esaustivo, per affrontare le debolezze che caratterizzano l'intero ecosistema in cui è inserito il mercato dei capitali italiano. Debolezze che sono all'origine non solo dello scarso accesso delle imprese al mercato ma anche del preoccupante fenomeno della migrazione di importanti realtà imprenditoriali italiane verso sistemi legali e mercati di quotazione più competitivi.

La disciplina italiana, a oltre trent'anni dal coraggioso sforzo di modernizzazione realizzato dal TUF, si è infatti andata progressivamente appesantendo, non solo per un sistematico ricorso al *goldplating* delle norme europee, ma anche per l'introduzione di peculiarità, guidate da una logica emergenziale, che possono essere riconsiderate. Si pensi alle rigidità che avvolgono il sistema di nomina e le regole di composizione del consiglio di amministrazione; si pensi ancora al sovrapporsi di funzioni e ruoli nei controlli societari; alle rigidità delle procedure e del sistema dei *quorum* assembleari.

In questa ottica, Assonime è pronta a portare il proprio contributo a un processo più sistematico di revisione della disciplina del TUF, per il quale il metodo di lavoro sperimentato per l'emanazione del TUF, che vide coinvolti i più importanti esperti del settore nell'attuazione di una legge delega dall'ampio mandato, può rappresentare un valido modello.