

Spett.le  
Commissione Finanze e Tesoro  
Senato della Repubblica

Alla c.a. del Presidente,  
Sen. Massimo Garavaglia

Roma, 27 giugno 2023

**Oggetto: audizione del prof. Raffaele Lener sul d.d.l. “competitività dei capitali”  
(Atto Senato n. 674)**

Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

intendo, innanzi tutto, manifestare il mio apprezzamento per il disegno di legge “Capitali”, che presenta una serie di soluzioni, intelligenti e originali, a problemi concreti del mercato italiano dei capitali.

In particolare, mi riferisco alle proposte seguenti.

### **1. Disciplina dell’offerta fuori sede (art. 1)**

Apprezzabile la scelta di semplificare le procedure e di ridurre, per come possibile, gli oneri a carico degli emittenti.

Va peraltro evitato il rischio che un emittente, anche estero, possa collocare i propri prodotti a domicilio, senza le tutele previste dall’ordinamento per il risparmiatore sollecitato fuori sede (ad es., norme di protezione *ex* MiFID, obbligo di servirsi di consulenti abilitati, diritto di ripensamento, responsabilità dell’intermediario), con il rischio di distonie sistematiche.

## **2. Disciplina dei prospetti (art. 10)**

Corretto eliminare la presunzione di responsabilità per fatto altrui in capo all'intermediario collocatore.

Al riguardo sembra peraltro opportuno completare il disegno, eliminando altresì la definizione di *responsabile del collocamento*, di cui all'art. 93-bis, comma 1, lett. d), TUF.

## **3. Disciplina delle assemblee di società quotate (art. 12)**

Condivisibile la scelta di rendere soluzione stabile la delega al rappresentante designato, ove consentito dallo statuto.

Al riguardo sembrerebbe forse preferibile introdurre un meccanismo di *opt-out* statutario, in luogo dell'attuale *opt-in*.

## **4. Disciplina del voto plurimo (art. 13)**

Soluzione apprezzabile, che contribuisce ad avvicinare il nostro ordinamento alle previsioni di altri stati europei, superando svantaggi competitivi oggi molto evidenti.

Può valutarsi il suggerimento, già formulato da altri, di ipotizzare la perdita del voto plurimo, dopo un certo numero di anni, ove questo sia richiesto dall'assemblea.

## **5. Disciplina della responsabilità della Consob verso terzi per difetto di vigilanza (art. 17)**

Si condivide l'obiettivo dichiarato, di ridurre le fattispecie di responsabilità dell'autorità di vigilanza.

La previsione normativa andrebbe, per come possibile, resa più chiara, evitando il dubbio che il legislatore persegua, al contrario, l'obiettivo opposto, di rendere più grave la responsabilità dell'autorità competente.

## **6. Misure in materia di educazione finanziaria (art. 21)**

Assolutamente condivisibile l'intervento sul tema, di cui il nostro Paese ha grande bisogno.

Probabilmente la discussione parlamentare potrà favorire l'elaborazione della norma, ma già la previsione attuale merita apprezzamento.

\*.\*.\*

Già in altre sedi mi è capitato di intervenire su altri punti, particolarmente innovativi, del d.d.l.<sup>1</sup>, sui quali ora non mi intrattengo.

In questa sede vorrei invece approfondire due aspetti specifici del disegno di legge.

\*.\*.\*

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

Come noto, nel definire il genere «*società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*», l'art. 2325-bis c.c. individua due *sub-fattispecie*: (i) le società con azioni trattate nei mercati regolamentati e (ii) le società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Mentre l'individuazione delle prime non pone particolari difficoltà, l'identificazione del perimetro delle seconde è ad oggi rimessa dalla legge alla Consob, che vi provvede (rif. Regolamento Emittenti, art. 2-bis) individuando, da un lato, le modalità di diffusione delle azioni costituenti collocamento presso il pubblico (c.d. requisiti qualitativi), e, dall'altro, i c.d. requisiti quantitativi, ossia la percentuale minima che rende rilevante la partecipazione del pubblico (5%) e la relativa frammentazione degli azionisti (almeno 500 diversi dai soci di controllo). Le società emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante costituiscono, oggi, uno *scalino intermedio* tra società chiuse e società quotate; il che dà ragione dei conseguenti obblighi di trasparenza informativa verso il mercato e di una disciplina di *governance* adeguata alla rilevante partecipazione del pubblico dei risparmiatori.

Importante impulso alle norme recate dal d.d.l. è stato dato dal *Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita* pubblicato dal MEF.

Per quanto specificamente concerne la materia degli emittenti strumenti finanziari diffusi, nel Libro Verde si prospettano interventi sulla disciplina, tesi a «*favorire la permanenza sui mercati, con un alleggerimento degli oneri connessi per le società che fanno ricorso al mercato dei capitali*» (p. 20). In particolare, «*al fine di migliorare la chiarezza e l'efficacia del quadro normativo appare condivisa dagli operatori consultati l'opportunità di valutare una semplificazione strutturale della disciplina delle società diffuse (...) Questa ipotesi potrebbe tradursi nella eliminazione dal TUF delle disposizioni speciali applicabili agli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, mantenendo invece l'applicazione delle disposizioni normative del codice civile che a tali emittenti si riferiscono, ad eccezione della disciplina delle operazioni con parti correlate sulla quale*

---

<sup>1</sup> Ad es. sugli strumenti finanziari "informatici" e la dematerializzazione delle quote di s.r.l. (v. R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di srl?*, in *Quaderni Assosim*, I, n.0/2023, p.13 ss).

*è intervenuta l'armonizzazione europea con solo riferimento alle società quotate. Al contempo (...) potrebbe essere considerata l'opportunità di estendere almeno alcune parti della disciplina codicistica applicabile alle società diffuse, quali ad esempio i quorum assembleari, alla disciplina degli aumenti di capitale e di raccolta del debito, anche alle società aventi azioni negoziate su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF)» (p. 32).*

Nella *Relazione* al d.d.l. Capitali, con riguardo alla riforma della disciplina degli emittenti diffusi ipotizzata all'art. 4, si prende atto (i) del fatto che «*l'attuale normativa in materia è caratterizzata dall'esistenza di più discipline parallele (una di derivazione europea connessa agli MTF e ai mercati di crescita delle PMI e l'altra di derivazione nazionale), che insistono proprio su quelle imprese che intendono perseguire un percorso di apertura al mercato dei capitali, creando effetti distorsivi e rappresentando un freno all'utilizzo dei canali di accesso al risparmio*»; (ii) della «*necessità di una riforma complessiva della disciplina in materia (...) che sia funzionale alla realizzazione di un corretto equilibrio tra esigenza di sviluppo del mercato dei capitali e tutela degli investitori*»; (iii) del fatto che il «*regime delle "società con azioni diffuse" costituisce un unicum a livello europeo e rappresenta un regime intermedio tra quelli delle società quotate su "mercati regolamentati" e non quotate sui medesimi*».

Sulla base di queste premesse, il d.d.l. Capitali, nel riformare la disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi, di cui all'art. 4, non configura le società c.d. "diffuse" come società aperte, intermedie tra le società quotate e le società c.d. "chiuse", in quanto non le tratta più (necessariamente) come società che si rivolgono al mercato del pubblico risparmio, coinvolgendolo nell'azionariato in misura rilevante. Lo si comprende da almeno due elementi.

In primo luogo, l'art. 4, comma 1, lett. d), d.d.l. Capitali abroga l'art. 116 TUF, in tal modo eliminando, tra l'altro, gli obblighi relativi alle comunicazioni al pubblico e a Consob di cui agli artt. 114 e 115 TUF. Cessa quindi la trasparenza informativa; il che, come detto, induce a pensare che sia venuto meno un tema di rilevante coinvolgimento nell'azionariato del pubblico risparmio.

In secondo luogo, e soprattutto, la nuova nozione di *emittente diffuso* considera del tutto irrilevanti le modalità di diffusione delle azioni da cui dipende l'apertura al mercato e il coinvolgimento del pubblico nell'azionariato (i c.d. requisiti qualitativi), esaurendosi la previsione nel riferimento ai soli requisiti quantitativi di frammentazione dell'azionariato.

In effetti, all'art. 4, comma 3, d.d.l. Capitali si propone l'introduzione di una nuova disposizione nel codice civile, l'art. 2325-ter, rubricato "Società emittenti strumenti finanziari *diffusi*", il quale dispone che «*ai fini di cui all'articolo 2325-bis, sono emittenti*

*azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani non quotati in mercati regolamentati italiani i quali contestualmente abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5 per cento e superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-bis, primo comma (...)».*

Pertanto, nella disposizione proposta, il 5% non costituisce più la soglia di rilevante partecipazione del pubblico, poiché essa si può raggiungere considerando *ogni genere di azionista*, ivi compresi gli azionisti (diversi dai soci di controllo) comunque interessati alla gestione e magari in possesso di partecipazioni qualificate.

In queste audizioni è già stato fatto notare che la nozione di *emittente diffuso* risultante dalla disposizione appena riportata è dilatata al punto da convogliare in sé ipotesi ben lontane dall'identificare una società aperta al mercato: dovrebbe considerarsi società diffusa, e dunque aperta, ad es. la società di tre amici o parenti, ciascuno con il 33,3%, e lo 0,1% distribuito tra più di 500 azionisti.

Se si conferma la rinuncia all'obiettivo di individuare un regime intermedio fra società quotate e società c.d. "chiuse", per evitare le ricordate incongruenze sistematiche, una possibile soluzione sarebbe eliminare del tutto la categoria degli emittenti diffusi, posto che, del resto, è la stessa *Relazione* al d.d.l. Capitali a dare atto del fatto che essa «costituisce un *unicum* a livello europeo».

Diversamente, se si vuole mantenere una coerente nozione di emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, sembra necessario mantenere il 5% come soglia qualificata della diffusione tra il pubblico, al contempo precisando, tuttavia, che il 5% del capitale deve essere distribuito tra almeno 500 "piccoli azionisti" dal cui computo sono esclusi i soci titolari di partecipazioni rilevanti (ossia soci che detengono partecipazioni superiori al 3%).

Per altro verso, occorre sottolineare che l'art. 4 del d.d.l. Capitali modifica anche la disciplina delle società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione (c.d. MTF), segnatamente estendendo a tali società l'applicazione di previsioni oggi dettate con specifico riguardo alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Senonché, la mera ammissione alla negoziazione delle azioni in un MTF non implica, di per sé, la diffusione del capitale tra il pubblico in misura rilevante. Tale diffusione dipende dal raggiungimento della soglia del 5% di cui si è parlato. Le

piattaforme MTF non sono infatti in generale tenute a stabilire una soglia minima di flottante<sup>2</sup>.

La questione non è di poco rilievo, giacché nel d.d.l. Capitali (art. 4, comma 3, lett. c) la mera negoziazione su MTF viene considerata condizione sufficiente, ad esempio, per applicare l'art. 2357-ter, comma 2, ult. periodo, c.c., norma specifica per le società aperte al mercato, quindi connotate dal fenomeno dell'*assenteismo assembleare*. Per queste società si ritiene giustificata la regola che considera le azioni proprie come "assenti" in assemblea, per facilitare l'assunzione delle deliberazioni. Siffatta regola non si giustifica, invece, nelle società che non dimostrino una rilevante diffusione dell'azionariato tra il pubblico.

La nuova ipotizzata disposizione finirebbe, dunque, per consentire mutamenti di fatto nella *governance* di alcune società, nonostante la loro sostanziale natura di società chiuse e proprio questo mancato mutamento renderebbe l'intervento di non agevole comprensione e giustificazione.

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

La norma estende – per un periodo di due anni – i *quorum* agevolati per l'assunzione delle deliberazioni di aumento di capitale, che l'art. 44 del decreto-legge 16 luglio 2020, n. 76 (c.d. Decreto Semplificazioni) aveva introdotto, in via transitoria, fino al 30 giugno 2021.

Secondo quanto si legge nella *Relazione* e nella *Relazione tecnica*, il citato art. 44 del Decreto Semplificazioni avrebbe dovuto rispondere alla «*esigenza di favorire la spedita deliberazione ed esecuzione di operazioni di aumento di capitale*», «*nell'ambito delle modificazioni del diritto societario volte ad aiutare le imprese italiane ad affrontare la difficile congiuntura economica dovuta alla pandemia da COVID-19*». A tal fine, l'art. 44 rimuoveva «*un possibile ostacolo alla facilità deliberativa delle assemblee che siano chiamate ad assumere deliberazioni finalizzate, direttamente o indirettamente, a un'operazione di aumento di capitale*».

Tuttavia, se nel 2020, in piena pandemia, si facilitavano gli aumenti *per necessità*, oggi l'art. 8 del d.d.l. Capitali, al dichiarato fine di «*supportare le operazioni di ricapitalizzazione delle società di capitali italiane*» (v. *Relazione* al d.d.l. Capitali), facilita aumenti di capitale anche non necessitati, a discrezione di chi – secondo le vigenti

---

<sup>2</sup> Si può notare che ai sensi dell'art. 78, comma 2, lett. j), Regolamento delegato (UE) 2017/565, si richiede al gestore dell'MTF la fissazione di una soglia di flottante (che il gestore è comunque libero di determinare), ma soltanto ai limitati fini della registrazione di un MTF come "*mercato di crescita per le PMP*" ai sensi dell'art. 33 della direttiva 2014/65/UE.

regole di legge e di statuto – non è neanche socio di maggioranza, ma lo può diventare proprio per effetto di tale straordinaria disposizione.

Il forzoso abbassamento dei *quorum* opererebbe, ai sensi dell'art. 8, comma 2, d.d.l. Capitali, anche qualora lo statuto prevedesse maggioranze più elevate, con danno di coloro che hanno deciso di investire nella società in quanto protetti dai più elevati *quorum* previsti statutariamente.

Se, in principio, appare corretto cercare di agevolare gli aumenti di capitale, quali strumenti “fisiologici” di crescita e rafforzamento patrimoniale, non di meno questa norma appare nel complesso inopportuna: il Paese ha interesse ad attrarre investimenti e a tal fine deve prima di tutto garantire la certezza del diritto, senza rendere inefficaci *ex post* accordi tra privati, come gli statuti delle società.

\*.\*.\*

Ringrazio per la fiducia e resto a disposizione per ulteriori approfondimenti, ove ritenuti opportuni.

Con i migliori saluti,

  
Prof. Avv. Raffaele Lener

(Ordinario di diritto dei mercati finanziari nel Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Roma Tor Vergata)