

Disegno di legge “Capitali”: interventi a sostegno della competitività dei mercati di capitali

8 maggio 2023

Autori

Francesco Dagnino

Partner



Andrea M. Maroni

Counsel



Giovanni Piscopo

Associate



[lexia.it](https://www.lexia.it)

In data 11 aprile 2023, il Consiglio dei ministri ha approvato una bozza di disegno di legge che introduce interventi a sostegno della competitività dei mercati di capitali.

Il testo approvato intende costituire una riforma volta ad incentivare e agevolare l'accesso delle società al mercato dei capitali ed a rilanciare la competitività del comparto borsistico italiano.

Il disegno di legge, tra l'altro, estende il regime di dematerializzazione anche alle quote delle “PMI-S.r.l.”, riforma la disciplina degli emittenti “diffusi” e di quelli quotati in un MTF, e prevede semplificazioni in tema di emissione di obbligazioni nonché agevolazioni provvisorie per deliberare aumenti di capitale.

Si prevedono inoltre novità in materia di *internal dealing*, di svolgimento delle assemblee di società quotate e di voto plurimo, nonché semplificazioni e riduzioni di oneri in tema di ammissione alle negoziazioni e prospetto.



Introduzione

Lo scorso 11 aprile, il Consiglio dei Ministri ha adottato una bozza di disegno di legge in materia di accesso e regolamentazione dei mercati di capitali (il “**DDL Capitali**”).

Il DDL Capitali intende incrementare la competitività del mercato dei capitali italiano - negli ultimi tempi decisamente offuscata soprattutto in ambito borsistico -, che nella relazione illustrativa al DDL capitali viene ritenuto un aspetto “*fondamentale per accompagnare e*



Il DDL Capitali: un tentativo di rilancio dei mercati di capitali italiani.



sostenere la ripresa che è andata consolidando in questi ultimi anni ed affrontare le sfide della transizione che attendono il nostro Paese”.

Il DDL Capitali prende tra l'altro spunto dal Libro Verde su “*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*”, il quale ha dato impulso ad una consultazione pubblica ampiamente partecipata dagli operatori di mercato, dalle associazioni, nonché dagli esponenti del mondo accademico.

In particolare, sempre secondo quanto riportato nella relazione illustrativa, il DDL Capitali mira, da un lato, a rimuovere i vincoli, normativi e operativi, all'accesso al mercato da parte delle imprese; e dall'altro lato, ad introdurre misure che incentivino, sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta, l'incontro tra risparmio privato e imprese, assicurando al contempo la tutela degli investitori.

Nei seguenti paragrafi intendiamo fornire una sintesi di alcune delle principali misure che verrebbero introdotte dal DDL Capitali, fermo restando che si tratta di disposizioni soggette a possibili modifiche nell'ambito del cammino parlamentare a cui lo stesso è soggetto.

Estensione della definizione di “PMI quotate”

L'art. 2 del DDL Capitali estenderebbe la platea delle “PMI” (quotate), di cui all'articolo 1, comma 1, lettera w-quater.1), del D. Lgs 58/1998 (il “TUF”), innalzando la relativa soglia di capitalizzazione da Euro 500 milioni a Euro 1 miliardo. Tali PMI quotate devono in particolare riportare, nell'ambito della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari ai sensi dell'art. 123-*bis* TUF, le informazioni relative all'acquisto e al mantenimento della qualifica di PMI, indicando il valore della capitalizzazione, nonché comunicare al mercato la variazione della qualifica di PMI entro cinque giorni di negoziazione dalla data del 31 dicembre.

Dematerializzazione delle quote di PMI-S.r.l.

L'art. 3, comma 1 del DDL Capitali, modificando l'articolo 26 del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, consentirebbe alle PMI-S.r.l., in ottica di riduzione dei costi e gli oneri amministrativi legati all'emissione e al trasferimento delle quote, l'emissione in forma scritturale delle stesse, consentendo di accedere, su base volontaria, al regime di dematerializzazione previsto dall'articolo 83-*bis* del TUF.

L'accesso a tale regime, particolarmente utile nell'ambito di società ad azionariato diffuso – come ormai è dato riscontrarne molte anche della tipologia “S.r.l.” – determinerebbe ovviamente l'applicazione della disciplina in materia di “gestione accentrata” con riferimento alla



Dell'introduzione del regime di dematerializzazione delle quote di PMI-S.r.l. potrebbero beneficiarne in particolare le società con un alto numero di soci.



circolazione e alla legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, nonché alla costituzione dei vincoli e della disciplina della tutela degli acquisti.

Per le PMI-S.r.l. che accedano al regime di dematerializzazione delle quote, sarebbe inoltre reinserito l'obbligo (oggi in generale non più previsto per le S.r.l.) di tenuta del libro soci.

Il comma 2 del menzionato art. 3 del DDL Capitali modificherebbe infine l'articolo 100-ter, comma 2, del TUF, dettato in tema di sottoscrizione e alienazione di quote di S.r.l. nell'ambito di offerte di *crowdfunding*, precisando che il regime di circolazione previsto in ambito *crowdfunding* si pone come alternativo non solo rispetto ai regimi di circolazione attualmente richiamati da tale disposizione (ed in particolare il regime ordinario di cui all'art. 2470 c.c.), ma anche rispetto al regime di circolazione in regime di "gestione accentrata" di nuova introduzione.

Riforma della disciplina degli emittenti "diffusi" e norme relative agli emittenti con azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF)

L'art. 4 del DDL Capitali intende ridurre l'assimilazione degli emittenti "diffusi" agli emittenti quotati in mercati regolamentati, eliminando per i primi una serie di obblighi che, a oggi, li accomunano ai secondi – in particolare, tra gli altri, l'obbligo di approvazione dei piani di incentivazione del *management* da parte dell'assemblea, nonché l'applicabilità della disciplina in tema di parti correlate.

In parallelo, facendo seguito ad una condivisibile tendenza già avviata (in particolare, in tema di aumenti di capitale), vengono estese agli emittenti quotati su sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* – MTF), e dunque con un occhio di riguardo in particolare al mercato Euronext Growth Milan (l'ex AIM), le discipline civilistiche dettate per le società "aperte" (i.e., emittenti quotati in mercati regolamentati ed emittenti "diffusi") in tema di pubblicità dei patti parasociali, nonché di computo delle azioni proprie ai fini dei *quorum* assembleari (sebbene citata dalla relazione illustrativa, allo stato non si rinviene invece nella bozza di DDL Capitali l'estensione agli emittenti MTF anche del limite quantitativo agli acquisti di azioni proprie previsto per le società aperte dall'art. 2357 del codice civile, pari al 20% del capitale sociale).

In ambito OPA, gli emittenti MTF vanno inoltre a sostituire gli emittenti "diffusi" in relazione ai cui strumenti è previsto il termine "lungo" di trenta giorni per l'approvazione del documento di offerta da parte di CONSOB.



Norme sugli emittenti "diffusi" e sugli emittenti MTF: una prima attesa razionalizzazione.



L'art. 5 del DDL Capitali estende altresì agli emittenti MTF la facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali, in evidente ottica di favorirne l'*appeal* al di là dei confini nazionali.

Agevolazione dell'emissione di obbligazioni/titoli di debito da parte di S.p.A. e S.r.l.

L'art. 7 del DDL Capitali intende agevolare l'emissione di obbligazioni (da parte delle S.p.A.) o titoli di debito (da parte delle S.r.l.) escludendo, qualora la sottoscrizione e la circolazione degli stessi siano destinate esclusivamente a investitori professionali, alcune limitazioni – anche quantitative, nel caso delle S.p.A. – attualmente previste rispettivamente dagli artt. 2412 e 2483 del codice civile.

Misure temporanee a favore degli aumenti di capitale

L'art. 8 del DDL Capitali ripropone – per un periodo di due anni sino al 30 aprile 2025 – le misure già introdotte fino al 30 giugno 2021 con l'articolo 44 del decreto-legge 16 luglio 2020, n. 76 (c.d. Decreto Semplificazioni) per supportare le operazioni di ricapitalizzazione. In particolare, introduce, *quorum* agevolati per l'approvazione delle delibere di aumento di capitale.

In particolare, sino al 30 aprile 2025, a condizione che sia rappresentata almeno la metà del capitale sociale, non si applicherebbe la maggioranza rafforzata del voto favorevole di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea richiesta dall'articolo 2368, secondo comma, secondo periodo, del codice civile (per le società "aperte", in prima convocazione) nonché dall'articolo 2369, comma terzo (per le società "chiuse", in seconda convocazione) e comma settimo (per le società "aperte", nelle convocazioni successive alla seconda), del codice civile alle deliberazioni aventi a oggetto:

- a) gli aumenti del capitale sociale con nuovi conferimenti, ai sensi degli articoli 2440 e 2441 del codice civile;
- b) l'attribuzione agli amministratori della facoltà di aumentare il capitale sociale, ai sensi dell'articolo 2443 del codice civile.

In tali casi, la deliberazione sarebbe validamente assunta con il voto favorevole della maggioranza del capitale rappresentato in assemblea, anche in deroga allo statuto (*i.e.*, a maggioranza "semplice").

Inoltre, sempre fino al 30 aprile 2025, le società con azioni quotate in mercati regolamentati o in MTF potrebbero deliberare aumenti del capitale sociale con nuovi conferimenti, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, secondo periodo, del codice civile, anche in mancanza di espressa previsione statutaria e nei

▼▼
Quorum più bassi ai fini della deliberazione di aumenti di capitale: agevolazioni provvisorie.



Possibile fine del “gold plating” in ambito internal dealing.
Il termine “gold plating” compare per la prima volta nella comunicazione della Commissione europea dell’8 ottobre 2010 “Smart regulation in the European Union”, in cui viene precisato che lo stesso “si riferisce alla prassi delle autorità nazionali di regolamentare oltre i requisiti imposti dalla legislazione UE, in sede di recepimento o di attuazione in uno Stato membro”.

limiti del 20 per cento del capitale sociale preesistente (in deroga al regime ordinario che prevede il limite del 10 per cento del capitale sociale preesistente e l’espressa previsione statutaria).

Abrogazione dell’obbligo di segnalazione delle operazioni effettuate dagli azionisti di riferimento (disciplina *internal dealing*)

L’art. 11 del DDL Capitali abrogherebbe il comma 7 dell’articolo 114 del TUF, comportando il venir meno dell’obbligo gravante sui soci che detengono azioni in misura almeno pari al dieci per cento del capitale sociale, nonché su ogni altro soggetto che controlla l’emittente azioni quotate (in un mercato regolamentato), di comunicare alla CONSOB le operazioni da questi effettuate anche per interposta persona (*internal dealing*).

Come noto tale obbligo è stato sin qui mantenuto nell’ordinamento italiano nonostante il Regolamento (UE) n. 596/2014 sugli abusi di mercato (c.d. MAR) preveda che detti obblighi di comunicazione si applichino (benché anche in relazione agli emittenti MTF, oltre che a quelli in mercati regolamentati) limitatamente alle persone che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione presso l’emittente (nonché ai soggetti ad essi strettamente legati) – costituendo pertanto, quantomeno secondo quanto riportato nella relazione illustrativa al DDL Capitali, una fattispecie di c.d. *gold plating* –.

Ove l’abrogazione dell’obbligo in questione fosse confermato, gli emittenti quotati (in un mercato regolamentato, ed eventualmente gli emittenti MTF che abbiano in via volontaria introdotto tale obbligo nelle proprie procedure interne) dovranno valutare l’opportunità di modificare le proprie procedure interne in materia di *internal dealing*.

Svolgimento delle assemblee delle società quotate esclusivamente mediante intervento del “rappresentante designato”

L’articolo 12 del DDL Capitali consentirebbe, purché previsto nello statuto sociale, la possibilità per le società quotate di svolgere le assemblee esclusivamente tramite l’intervento del “rappresentante designato” di cui all’articolo 135-*undecies* del TUF.

Il DDL Capitali renderebbe in sostanza permanente il regime emergenziale introdotto dall’articolo 106, del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18, che ha previsto specifiche disposizioni in relazione allo svolgimento delle assemblee di società quotate, allo scopo di contemperare il diritto degli azionisti alla partecipazione e al voto in



Le assemblee delle società quotate potrebbero continuare a svolgersi esclusivamente tramite il rappresentante designato di cui all'articolo 135-undecies del TUF, anche successivamente al termine del regime emergenziale introdotto con la pandemia da COVID-19.

assemblea con le misure di sicurezza imposte per contenere la diffusione dell'epidemia da COVID-19.

In particolare, si ricorda che il menzionato articolo 106, rubricato “*Norme in materia di svolgimento delle assemblee di società*” (la cui efficacia è stata da ultimo prorogata fino al 31 luglio 2023 dall'articolo 3, comma 1, del decreto-legge 30 dicembre 2021, n. 228), prevede che le società quotate (inclusi gli emittenti MTF) nonché quelle “diffuse”, possano designare per le assemblee ordinarie o straordinarie un rappresentante designato ai sensi dell'articolo 135-undecies del TUF, anche ove lo statuto disponesse diversamente; inoltre, la medesima disposizione consente alle società di prevedere nell'avviso di convocazione che l'intervento in assemblea si svolga esclusivamente tramite il rappresentante designato, al quale possono essere conferite deleghe o sub-deleghe ai sensi dell'articolo 135-novies TUF, in deroga all'articolo 135-undecies, comma 4, TUF.

Il mantenimento – previa opzione statutaria – della possibilità di tenere le assemblee esclusivamente mediante intervento del rappresentante designato anche successivamente alla scadenza del regime emergenziale, viene dalla relazione illustrativa motivato alla luce dell'ormai mutato modello di formazione della volontà dei soci nell'ambito delle assemblee di società quotate: un modello ove, in sostanza, l'assemblea ha perso la sua funzione informativa, di dibattito e di confronto essenziale al fine della definizione della decisione di voto da esprimere, laddove la partecipazione all'assemblea si riduce - in particolar modo per gli investitori istituzionali, ma più in generale alla luce dello stesso processo di avvicinamento all'assemblea, con la pubblicazione preventiva di relazioni illustrative del consiglio di amministrazione su ogni punto all'ordine del giorno e delle relative proposte di deliberazione, ecc. - nell'esercizio del diritto di voto in una direzione definita ben prima dell'evento assembleare, anche all'esito delle procedure adottate in attuazione della funzione di *stewardship* e tenendo conto delle occasioni di incontro diretto con il *management* della società in applicazione delle politiche di *engagement*. Per altro verso, se le assemblee “chiuse” al pubblico fanno storcere il naso ai “puristi” della trasparenza e del confronto, è pur vero che non sono mancate nel regime ordinario occasioni in cui le assemblee “in presenza” delle società quotate si trasformassero nel palcoscenico dei c.d. “disturbatori” ovvero di azionisti in lotta tra loro, in entrambi i casi con interessi che hanno poco a che vedere con i temi della trasparenza e del confronto.

Il DDL Capitali, inoltre, intenderebbe positivizzare la prassi, sollecitata dalle raccomandazioni della CONSOB nel periodo emergenziale e



fisiologicamente connessa a tale modalità di tenuta delle assemblee, di circoscrivere la possibilità di presentare individualmente proposte di delibera sulle materie all'ordine del giorno, ponendo il termine di quindici giorni prima dell'assemblea per la presentazione di tali proposte e di due giorni successivi per la pubblicazione delle stesse da parte dell'emittente (laddove nel regime ordinario è possibile presentare proposte individuali di delibera anche direttamente in assemblea); il tutto, affinché le proposte possano essere prese in considerazione dai soci in tempo utile prima del rilascio delle istruzioni di voto al rappresentante designato.

Da ultimo, verrebbe altresì chiarito che il diritto di porre domande di cui all'art. 127-ter del TUF può essere esercitato unicamente prima dell'assemblea, prevedendo l'obbligo di risposta da parte dell'emittente entro tre giorni prima dell'assemblea. Occorrerà al riguardo forse prevedere un miglior coordinamento con lo stesso art. 127-ter del TUF ed i termini dallo stesso previsti per la presentazione di domande e delle relative risposte: ad oggi, qualora l'avviso di convocazione preveda che la società fornisca le risposte prima dell'assemblea, il termine per la presentazione delle domande è di sette giorni di mercato aperto, ed il termine per fornire le risposte è di due giorni di calendario prima dell'assemblea. Peraltro, si segnala che, accogliendo le raccomandazioni di CONSOB, già nel regime emergenziale diversi emittenti, al fine di contemperare l'interesse della società ad avere tempo sufficiente per rispondere alle domande e quello degli azionisti di conoscere le risposte prima del termine per conferire o revocare le deleghe al rappresentante designato (termine corrispondente a due giorni di mercato aperto prima dell'assemblea), avevano ad ogni modo già ridotto – anche se spesso solo di un giorno, come ipotizzato dalla nuova disposizione – il termine per fornire le risposte.

Si segnala inoltre che, anche nell'ottica della decisa tendenza alla valorizzazione del mercato degli emittenti MTF, il mantenimento della possibilità di tenere le assemblee esclusivamente mediante intervento del rappresentante designato anche successivamente alla scadenza del regime emergenziale dovrebbe ragionevolmente essere esteso quantomeno a tali emittenti, se non anche a quelli "diffusi" (sebbene allo stato ciò non sia previsto dal DDL Capitali, diversamente da quanto accade con la normativa "COVID"; le "ordinarie" norme del TUF al riguardo sono infatti applicabili solo agli emittenti azioni quotate in un mercato regolamentato).

Qualora confermata, la novità dovrebbe quasi certamente provocare un generale adattamento degli statuti delle società quotate, in ottica di



flessibilità operativa ed alla luce del “successo” riscontrato negli operatori da tale modalità di tenuta delle assemblee.

“Potenziamento” del voto plurimo

L'articolo 13 DDL Capitali modificherebbe infine l'articolo 2351, quarto comma, ultimo periodo del codice civile, prevedendo l'incremento da tre a dieci del numero di voti assegnabili a ciascuna azione a voto plurimo.

Ricordando che, ai sensi dell'art. 127-*sexies* comma 1 del TUF, gli statuti degli emittenti quotati (in un mercato regolamentato) non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo, il comma 2 di tale disposizione prevede però che le azioni a voto plurimo emesse anteriormente alla quotazione (sempre su un mercato regolamentato) mantengono le loro caratteristiche e diritti.

La novità in discorso appare quindi volta, oltre che ad aumentare la flessibilità dell'ordinamento societario – anche in linea con altri Paesi –, ad incrementare ancor più l'*appeal* della quotazione, nel contesto italiano notoriamente scoraggiata dal timore dell'imprenditore-fondatore di perdere il controllo della società ad esito della quotazione.

Semplificazioni e riduzioni di oneri in tema di offerta fuori sede, quotazione e prospetto

Il DDL Capitali prevedrebbe inoltre, tra l'altro:

- ▶ un intervento volto ad ampliare i casi di esenzione dalla disciplina delle offerte fuori sede (art. 30, comma 2, TUF) in casi di c.d. “*auto-collocamento*”. In particolare, verrebbero escluse da tale disciplina (i) 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, nonché (ii) le 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;
- ▶ misure volte alla semplificazione delle procedure di ammissione alla negoziazione. In particolare, da un lato si propone l'abrogazione delle norme che individuano particolari requisiti per la quotazione di società che controllano entità costituite e regolate dalla legge di Stati non appartenenti all'Unione Europea, nonché delle *holding* di



Potenziamento del voto plurimo per allinearsi ad altri Paesi ed incrementare l'appeal della quotazione.



partecipazioni (art. 66-bis del TUF). Dall'altro lato, si propone in particolare la soppressione del potere della CONSOB di vietare l'esecuzione delle decisioni di ammissione alla quotazione e di esclusione dalle negoziazioni da parte della società di gestione del mercato (art. 66-ter del TUF);

- ▶ la precisazione che i termini di approvazione del prospetto decorrono dalla data di presentazione della bozza di prospetto - e non già nel momento in cui la CONSOB ritiene l'istanza completa - (art. 94, comma 3 TUF), nonché l'abrogazione della norma recante la disciplina della responsabilità del collocatore per informazioni false nel prospetto o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole (art. 94, comma 7, TUF).

Il nostro Team Equity Capital Markets



Francesco Dagnino

Partner



Andrea M. Maroni

Counsel



Giovanni Piscopo

Associate



Il presente documento è redatto a fini informativi generali e non è volto a fornire un parere o una consulenza legale in relazione ai temi in esso trattati. I destinatari del presente documento non possono fare affidamento sui contenuti dello stesso; LEXIA Avvocati e/o i professionisti dello studio non possono essere ritenuti in alcun modo responsabili in relazione a tali contenuti, sulla base di un mandato professionale o ad altro titolo.