

*Il disegno di legge all'esame del Senato mira a trattenere in Italia più imprese possibili*

# Ddl capitali, la priorità è rendere allettante il mercato

## La norma punta ad aumentare il numero delle pmi quotate

PAGINE A CURA  
DI FEDERICO UNNIA

**L**a ripresa del paese passa anche attraverso una maggiore competitività nel mercato dei capitali, dimensione dalla quale le imprese, anche le Pmi, possono trarre risorse fondamentali per sostenere la propria crescita. E questo uno degli obiettivi del disegno di legge, denominato «Interventi a sostegno della competitività dei capitali», presentato dal ministro dell'economia Giancarlo Giorgetti, collegato alla manovra di finanza pubblica. Il testo, presentato lo scorso 21 aprile, è attualmente all'esame della Commissione finanze e tesoro del Senato con il numero AS 674, e introduce una serie di disposizioni che, secondo Palazzo Chigi, dovrebbero «stimolare la crescita del mercato dei capitali italiano favorendo l'accesso e la permanenza delle imprese nell'ambito dei mercati finanziari».

Ma qual è la portata innovativa di questa norma? Lo abbiamo chiesto ad alcuni dei legali che si occupano del settore. «Il Ddl Capitali contiene interventi condivisibili, frutto anche delle istanze e riflessioni sorte in occasione del Libro Verde del Mef, che potrebbero incidere positivamente sulla competitività del nostro mercato dei capitali. Bisogna vedere come uscirà il testo nella versione definitiva e ad ogni modo credo possa essere solo un primo passo, necessario ma non sufficiente», dice **Alessandro Merenda**, partner del dipartimento Financial Markets dello studio legale **Gianni & Origoni**. «Il rilancio del nostro mercato non può passare solo dalla semplificazione delle regole esistenti. La sfida più importante è quella di aumentare il numero degli investitori, specialmente istituzionali, che restano ancora pochi rispetto ad altre piazze finanziarie europee, come Parigi ad esempio. Bisogna cercare di canalizzare il risparmio verso il mercato dei capitali. A questo fine ritengo si debba lavorare sulla leva fiscale per incentivare soggetti privati e istituzionali, inclusi fondi ed enti previdenziali ad investi-

re sul nostro mercato (anche non regolamentato) in operazioni principalmente di primario».

«Il Ddl Capitali ha un compito difficile: trovare soluzioni di equilibrio che, da un lato, siano davvero in grado di incentivare la crescita e lo sviluppo delle imprese italiane; dall'altro preservare i presidi posti a tutela delle minoranze dal nostro ordinamento, in applicazione e nel rispetto della normativa europea», dice **Vittoria Giustiniani**, leader del Focus Team Equity Capital Markets di **BonelliErede**. «Molte delle sue disposizioni devono essere accolte con favore, perché rappresentano un apprezzabile progresso nella giusta direzione. Tra queste si collocano, ad esempio, gli interventi sulle tempistiche del processo di quotazione o le disposizioni – meramente provvisorie, ma auspicabilmente destinate ad essere confermate – sulla deroga ai quorum assembleari nelle operazioni di ricapitalizzazione. D'altra parte, ritengo che, sotto diversi profili, la proposta di riforma preveda, talvolta, «troppo poco» e tal'altra «troppo». Mi riferisco alla disciplina del voto plurimo: in merito, penso che da un lato non si giustifichi la esclusione dalla riforma della maggiorazione del voto, che crea una ingiustificata e pericolosa disparità tra società quotate prima dell'introduzione della norma e società che accedono alla quotazione successivamente; dall'altro lato, la proposta richiede, a mio avviso, alcuni interventi correttivi, posto che la presenza di azioni voto plurimo preclude la possibilità di introdurre la maggiorazione del diritto di voto e soprattutto – a differenza della maggiorazione del voto – il rafforzamento dei diritti amministrativi è stabile e permane anche in caso di trasferimento. Si tratta di aspetti suscettibili di costituire un forte disincentivo all'investimento in società con azioni a voto plurimo. Mi sembra «troppo» anche la proposta sulla possibilità di tenere le assemblee degli azionisti esclusivamente in «modalità Covid»: si tratta di una disposizione gravemente lesiva dei diritti delle minoranze che pregiudica l'equilibrio di cui di-

cevo e a cui mi sembra quindi necessario porre dei correttivi (ad es. il diritto di minoranze qualificate di richiedere che l'assemblea si tenga in presenza). Sul fronte del «troppo poco», rilevo, a titolo esemplificativo, che, nella mia esperienza, la «resistenza alla Borsa» è in gran parte ascrivibile agli oneri – non tanto informativi – quanto piuttosto procedurali e documentali a cui sono soggette le società quotate. Su questo si potrebbe lavorare, eliminando obblighi di predisporre documenti che, spesso, non hanno una reale utilità e sono di fatto un mero «copia e incolla» di standard diffusi nella prassi. Un altro profilo su cui si potrebbe osare di più è lo snellimento degli obblighi in caso di operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, aumenti di capitale) tenuto conto del fatto che le quotate sono già tenute su base continuativa al rispetto di obblighi informativi di portata significativa. In sostanza, luci e ombre, ma ben venga il primo passo!».

Per **Paolo Flavio Mondini**, professore di diritto dell'Economia all'Università Cattolica del Sacro Cuore e partner di **Mondini Bonora Ginevra**, «le proposte formulate dal governo sono troppo timide per raggiungere gli obiettivi ipotizzati. La categoria degli emittenti strumenti finanziari diffusi non mi sembra che in questi venticinque anni di applicazione dalla sua introduzione abbia avuto alcuno ruolo utile rispetto all'obiettivo di avvicinare alla Borsa (almeno) le società nazionali, e dunque forse una sua più generale eliminazione o meglio un completo ripensamento (piuttosto che singoli interventi di cesello) potrebbe avere maggiore senso economico, quanto meno in termini di semplificazione. Piuttosto, per evitare il fenomeno degli arbitrari normativi e della migrazione delle società nazionali su mercati regolamentati esteri (New York, Hong Kong, Parigi), servirebbe introdurre una disciplina ad hoc che almeno a certi effetti – per esempio, di tutela degli azionisti di minoranza – equipari la quotazione su tali mercati (e forse anche la negoziazione sugli MTF) a quel-

la sui mercati nazionali». Come non bastasse, aggiunge Mondini «Le proposte di semplificazione e riduzione del gold plating sono certamente utili, anche se migliorabili su aspetti specifici. Ingiustificata mi pare per esempio la limitazione alle sole nuove quotazioni dell'estensione dei diritti di voto multiplo, non riuscendo davvero possibile comprendere perché – pur nell'ambito delle generali tutele previste da diritti di recesso ed eventualmente Opa – non si possa applicare la nuova disciplina anche alle società già quotate. Poco condivisibile è a mio avviso anche la previsione della partecipazione alle assemblee esclusivamente mediante il rappresentante designato: a determinare il successo di un mercato non possono essere certamente norme che deprimono il dibattito assembleare, solo con l'obiettivo di blandire i soci di maggioranza a scapito degli investitori (anche quelli istituzionali). Risulta chiaro che il tema centrale per lo sviluppo del mercato di borsa nazionale è culturale ed economico, e non tanto giuridico: la scelta del mercato deve finire per essere economicamente competitiva rispetto a quella del finanziamento bancario, altrimenti nessun imprenditore di buon senso vorrebbe condividere con terzi sconosciuti il risultato del sudore della propria fronte. Dunque, decisivi sono tutti quegli strumenti che consentano di abbattere i costi dell'ingresso in quotazione (perché non un «superbonus» del 90% dei costi connessi al procedimento di listing?), i tempi degli stessi (qui occorre avere il coraggio di intervenire sulla Consob e su Borsa), ma anche prevedere incentivi che favoriscano l'ingresso degli investitori istituzionali sul mercato nazionale e dunque la vivacità e liquidità della borsa domestica, poco frequentata dagli investitori internazionali».

«L'incalzare delle nuove forme di registrazione di pagamenti e transazioni su registri distribuiti o condivisi (DLT – *Distributed Ledger Technology*), basate su un funzionamento per consenso e capaci di garantire certezza ed immodificabilità delle

informazioni registrate, ha indotto il legislatore italiano, sulla scia di indicazioni provenienti da Bruxelles (Regolamento 2022/858 sul DLT Pilot Regime), a intervenire al fine di sfruttare gli enormi potenziali che tale nuova risorsa tecnologica ha sul funzionamento stesso del mercato dei capitali e sulla circolazione degli stessi», dice **Marco Boldini**, partner e Head della practice italiana di Regulatory e Fintech di **Orriek**. «Proprio con il recente Decreto Fintech (decreto legge n. 25 del 17 marzo 2023, convertito con legge 10 maggio 2023, n. 52) il governo ha introdotto, per vari tipi di strumenti finanziari (azioni ed obbligazioni di spa, titoli di debito di s.r.l., quote di Oicr italiani, ecc.), un nuovo regime di emissione e trasferimento su Registri DLT applicabile in alternativa al sistema tradizionale. Le società emittenti possono ora emettere strumenti finanziari su un Registro DLT gestito in proprio - previa soddisfazione di specifici requisiti di governance, capitale (150.000 euro) e controllo (revisione legale del bilancio) - o gestito da soggetti qualificati (banche, Sim, intermediari finanziari, responsabili dei registri, ecc.) debitamente autorizzati da Consob. «Le potenzialità derivanti dall'impiego di registri DLT sono dirimpenti, posto che consentono di creare un regime di dematerializzazione sottratto alle stringenti regole del Tuf ma operante all'interno di un'infrastruttura (il registro DLT) sicura, trasparente e dotata di elevata rapidità nei processi di scritturazione dei trasferimenti o dell'iscrizione di vincoli, nonché funzionale per i titolari degli strumenti alla dimostrazione della legittimazione all'intervento in assemblea, all'esercizio del voto, all'incasso degli utili. L'approccio adottato dal legislatore italiano si è rivelato indubbiamente molto aperto verso i probabili futuri sviluppi della tecnologia DLT, forse anche perché al momento è in corso una rivoluzione culturale (e regolamentare) al fine di favorire un quadro legislativo organico che valuti concretamente i rischi, ma anche sappia cogliere le opportunità delle nuove tecnologie. Sempre più determinante sarà quindi il dialogo tra autorità di vigilanza, legislatore e operatori del mercato».

Secondo **Marco Venturuzo**, presidente di Assosim e socio dello **Studio Legale Gattai Minoli Partners**, «il Ddl va nella direzione giusta, introduce delle semplificazioni ed elementi di flessibilità utili anche tenendo conto di quanto previsto in altri Paesi europei. Si tratta di misure che riducono costi e oneri senza intaccare la tutela

effettiva del risparmio. È in particolare condivisibile una parziale liberalizzazione delle azioni a voto multiplo, che possono essere trasparentemente proposte agli investitori, e sarà poi il mercato a deciderle; bene alcune semplificazioni sul modo di tenuta dell'assemblea con il rappresentante designato, che in periodo Covid ha dimostrato aumentare la partecipazione alle assemblee, ridurre costi poco utili e limitare disturbatori, pur consentendo ai soci seri di fare domande e ottenere risposte. Bene anche facilitare gli aumenti di capitale, che devono essere considerati positivi per acquisire risorse finanziarie fresche e sostenere investimenti e crescita, condotte abusive sono comunque sanzionate da altre norme dell'ordinamento. Si giudicano positivamente anche diverse semplificazioni dell'attività di intermediazione, che spesso eliminano soluzioni presenti solo in Italia, come forme di responsabilità pressoché oggettiva e per fatto altrui dei collocatori. Benissimo poi ogni forma di incentivo all'educazione finanziaria sin dalle scuole dell'obbligo, vera tutela dei risparmiatori e fattore di sviluppo, in certo modo paragonabile all'educazione civica». Se dunque il disegno di legge è positivo, «è importante sia approvato in tempi rapidi senza stravolgimenti nel gioco degli emendamenti, che rischierebbero di essere poco meditati e coerenti. Particolarmente inopportuno sarebbe intervenire in questo modo su regole di governo societario, come l'elezione del cda, che meritano - se mai - più approfondite riflessioni. L'approvazione avrebbe anche un significato simbolico di attenzione verso sviluppo dei mercati dei capitali e Pmi. «Occorre sviluppare una vera politica industriale a sostegno delle borse e dell'attività finanziaria, con un forte coordinamento con il fiscale, dove andrebbero aboliti o almeno resi meno dannosi tributi inutili, controproducenti e che danno pochissimo gettito a fronte di oneri amministrativi rilevanti, come la Tobin Tax; così come servono incentivi per attrarre gli investitori in un periodo in cui il denaro torna a costare molto e le imprese italiane rischiano di non poter sostenere la crescita e la pressione competitiva internazionale. Insomma, più in generale servirebbe uno sforzo sistematico per ammodernare il Tuf, che ormai ha 25 anni e che nel tempo si è molto stratificata con provvedimenti anche d'occasione. Su altro fronte, poi, occorre agire a livello europeo per eliminare vere e proprie forme di competizione regolamentare e fiscale poco leale, che inducono le nostre imprese a lasciare in una forma o l'al-

tra il Paese».

«Il Ddl Capitali introduce alcune importanti misure volte alla razionalizzazione ed alla semplificazione delle norme che disciplinano l'ingresso nel mercato dei capitali delle Pmi. L'obiettivo è quello di agevolare l'accesso delle pmi alla quotazione (e contrastare la «fuga» dalla Borsa) e, quindi, si tratta di misure a sostegno della crescita delle Pmi», dice **Vincio Trombetti**, partner di **Jones Day**. «Ritengo che tra le riforme contenute del Ddl siano particolarmente significative quelle in merito alla semplificazione degli oneri a carico delle aziende che intendono quotarsi, all'estensione della definizione della categoria di pmi emittenti azioni quotate, alla dematerializzazione di quote di pmi che sono srl e le modifiche legislative al codice civile volte a rimuovere limitazioni (quantitative nelle spa e qualitative per le srl) al fine di incentivare la sottoscrizione - da parte di investitori professionali - di obbligazioni emesse da spa o di titoli di debito emessi da srl. Dovrebbero essere previsti anche interventi finalizzati ad incentivare la raccolta di risparmio privato da investire nel mercato, ad esempio mediante agevolazioni fiscali, in modo da facilitare l'incontro tra risparmio privato e le imprese».

Secondo **Emilio Girino**, managing partner dello **Studio Ghidini, Girino e Associati** «il Ddl Capitali ha un pregio e un difetto. Il pregio è che tenta un allungo in avanti, il difetto è che l'allungo non basterà. Per due ragioni. La prima è che la competitività non si affermerà mai nell'Ue sino a quando ciascuno Stato andrà per i fatti suoi, cercando la seduzione solipsistica invece dell'egualitaria concordia. La seconda è che la normativa si muove su un sentiero impervio, lungo il quale singoli alleggerimenti normativi potrebbero neutralizzarsi nel breve ad opera dei partner europei attraverso misure più allettanti. Si ripropone qui l'antico, irrisolto dilemma: liberalizzare per stimolare l'economia e poi rimediare ai guasti dopo le disfatte oppure prevenirli con leggi draconiane? Deregulation o regulation ma, alla fine, o nessuna regola o troppe regole. Indubbiamente il disegno offre nuovi e interessanti spunti: voto plurimo aumentando da tre a dieci al massimo per azione, aumenti di capitale per nuovi conferimenti approvabili con la sola maggioranza del capitale in assemblea, aumenti di capitale delle quotate senza diritto di opzione per il 20% del capitale ante aumento, abolizione dell'obbligo di comunicazione alla Consob di operazioni compiute da chi detenga il 10% del capitale

sociale, facoltà per le Spa di emettere obbligazioni per cifre oltre il doppio del capitale e delle riserve disponibili, libera emissione da parte delle Srl riservata a investitori professionali, pmi quotate che tali potranno restare tali con una capitalizzazione pari al doppio di prima (1 contro 0,5 miliardi) e altro ancora. Mi soffermo solo su un tema rovente: il voto plurimo accresciuto. Il voto plurimo più elimina il fastidio delle minoranze petulantissime più accresce la distanza dagli investitori istituzionali, quelli che non vogliono subire i diktat di società a rigida conduzione famigliare. Siamo davvero pronti a questo cambio di passo? O non è più sincero dirci che le diseguaglianze europee hanno solo una radice fiscale? Perché non far sì che l'Italia diventi fiscalmente più accogliente in taluni ambiti d'impresa? Non è la soluzione migliore, ma può essere un mezzo decisamente attraente».

Per **Francesco Di Carlo** co-managing partner di **Fivelex Studio Legale e Tributario**, «è oggettivo che il mercato dei capitali italiano necessiti di maggiore attrattività: il numero di società quotate è inferiore rispetto ad altri paesi paragonabili per dimensioni e sta vivendo un trend di ulteriore decremento, attraverso trasferimenti delle sedi legali in giurisdizioni con normative societarie più flessibili e operazioni di delisting. Nel ddl Capitali ci sono interventi apprezzabili volti appunto a rendere maggiormente attrattivo per le società il mercato dei capitali italiano. È senz'altro interessante la previsione che estende i diritti di voto massimi delle azioni a voto plurimo. La nuova previsione normativa può avere impatti significativi per i mercati dei capitali, in quanto permetterebbe al gruppo di comando di società che intendono quotarsi in borsa di sottoscrivere azioni con diritti di voto plurimo fortemente «potenziati» prima dell'inizio delle negoziazioni e mantenerle a seguito della quotazione. La possibilità di emettere azioni con diritti di voto «potenziati» - già prevista in alcuni ordinamenti della Ue, quali l'Olanda, Svezia e Danimarca, e negli Usa - è stata in passato alla base della scelta di sedi legali estere da parte di imprenditori italiani. È chiaro che questa soluzione possa determinare un parziale disallineamento fra chi controlla una società e chi assume un maggior rischio di perdita del capitale, consentendo ai titolari di azioni con voto plurimo un peso nel governo dell'emittente non proporzionale rispetto al rischio assunto nell'ente in termini di investimento nel relativo capitale, ma la previsione può certamente

contribuire a incentivare il ricorso al mercato dei capitali ed evitare la scelta di giurisdizioni diverse dall'Italia.

Degna di nota, inoltre, è la previsione che permette alle società quotate di prevedere, a livello statutario, che l'intervento in assemblea e l'esercizio del voto avvengano esclusivamente tramite il rappresentante designato dalla società. L'intervento consentirebbe di gestire l'annoso problema dei disturbatori di assemblea, evitando strumentalizzazioni e appesantimenti dei lavori assembleari, esigenza a mio avviso condivisibile, ma non è l'unica strada possibile. Si potrebbe pensare a soluzioni alternative che consentano di salvaguardare il dibattito nel corso dell'assemblea, come prevedere soglie partecipative al di sotto delle quali non sia possibile l'intervento diretto in assemblea (ossia, senza il tramite del rappresentante designato), evitando a chi acquisti poche azioni al solo scopo di intervenire in assemblea».

«L'obiettivo dichiarato è il miglioramento della competitività del mercato dei capitali italiano per mezzo di una serie di misure volte a favorire, da un lato, l'accesso e, dall'altro, la permanenza nel mercato delle imprese, comprese le pmi. Ciò avviene, non a caso, in un momento in cui il mercato dei capitali italiano ha subito alcuni importanti contraccolpi, su tutti, il delisting di Atlantia (dicembre 2022) e il trasferimento della quotazione delle azioni di Exor sulla borsa olandese (luglio 2022)», dice **Michele Massironi**, partner de **La Scala Società tra Avvocati**. «Il disegno di legge si pone l'ambizioso scopo di accrescere l'attrattività dei mercati finanziari italiani in quella logica di concorrenza tra ordinamenti giuridici europei che, ad esempio attraverso il mutamento di veste societaria, ha visto lo spostamento della sede di Brembo in Olanda al fine di beneficiare del ben più favorevole meccanismo di voto maggioritario proprio dell'ordinamento di tale Paese. Dal punto di vista della permanenza delle imprese nel mercato borsistico nazionale, si deve richiamare la proposta di modificare l'articolo 2351, 4° comma, ultimo periodo, c.c., prevedendo l'incremento da tre a dieci del numero di voti da assegnare a ciascuna azione a voto plurimo, al fine di rendere sempre più flessibile la governance delle imprese italiane che decidono di misurarsi con il mercato del capitale di rischio. Nonostante la portata innovativa di queste proposte, servirebbero alcune integrazioni che potrebbero contribuire a realizzare un più equilibrato sottop-

stanti. Tipo snellire le procedure delle operazioni straordinarie (conferimenti in natura, fusioni, riduzioni di capitale e recesso) e introdurre adeguati presidi a tutela degli azionisti di minoranza in caso di cambio di controllo derivante dal trasferimento delle azioni a voto plurimo.

Supplemento a cura di **Roberto Miliacca** [rmiliacca@italiaoggi.it](mailto:rmiliacca@italiaoggi.it) e **Gianni Macheda** [gmacheda@italiaoggi.it](mailto:gmacheda@italiaoggi.it)



Alessandro Merenda



Vittoria Giustiniani



Paolo Flavio Mondini



Marco Boldini



Marco Ventoruzzo



Vinicio Trombetti



Emilio Girino



Francesco Di Carlo



Michele Massironi

