

**Osservazioni di ASSIREVI
presso la Commissione 6^a – Finanze e Tesoro – del Senato della Repubblica**

in merito al

DISEGNO DI LEGGE

**presentato dal Ministro dell'economia e delle finanze comunicato
alla presidenza il 21 aprile 2023**

INTERVENTI A SOSTEGNO DELLA COMPETITIVITÀ DEI CAPITALI (AS 674)

Indice

1. Premessa	2
2. Il Listing Act della Commissione Europea, il Libro Verde MEF e la tutela degli investitori	3
3. Il Libro Verde MEF e la responsabilità delle Autorità di Vigilanza.....	5
4. Le modifiche ai poteri sanzionatori di Consob	7
5. Le società diffuse e la disciplina in materia di operazioni con parti correlate	10
6. Innalzamento del limite di capitalizzazione per le PMI e relativa definizione	11

* * *

1. Premessa

ASSIREVI, Associazione che riunisce ad oggi sedici società di revisione di varie dimensioni, promuove e realizza l'analisi scientifica di supporto all'adozione dei principi di revisione (norme etico-professionali, norme tecniche di svolgimento della revisione contabile e norme di stesura della relazione di revisione) e, più in generale, di supporto alle diverse attività di *assurance*. L'Associazione si occupa di questioni di interesse generale per l'attività di revisione e di *assurance* e si impegna nella risoluzione di problematiche professionali, giuridiche e fiscali di comune interesse delle Associate. Attualmente i professionisti che operano nell'ambito delle attività svolte dalle associate sono circa 7.000, con una presenza distribuita su tutto il territorio nazionale.

In tale contesto, ASSIREVI segue e promuove l'evoluzione della legislazione di rilevanza per l'attività del revisore legale in conformità agli scopi, generali e particolari, che lo statuto dell'Associazione si propone. Inoltre, ASSIREVI cura l'informazione delle Associate attraverso la comunicazione di norme, leggi, decreti, regolamenti e di ogni altra notizia tecnica, scientifica o normativa utile all'attività di revisione.

In ragione dei propri scopi istituzionali e alla luce delle indicazioni contenute nei principi di riferimento, la disciplina dei mercati finanziari italiani costituisce ovviamente per ASSIREVI un argomento di indubbio interesse. A tale riguardo, giova evidenziare sin da subito che l'Associazione manifesta grande attenzione, in via generale, e sostanziale apprezzamento per gran parte delle proposte legislative contenute nel disegno di legge presentato dal Ministro dell'economia e delle finanze inerente "*Interventi a sostegno della competitività dei capitali*" comunicato alla Presidenza il 21 aprile 2023 (nel prosieguo: il "**DDL Capitali**" o "**Disegno di Legge**"). Dette proposte sono del resto volte a introdurre misure finalizzate a rendere i mercati finanziari nazionali più attraenti per le imprese italiane, anche di piccole e medie dimensioni (PMI). Sono quindi da accogliersi senz'altro con favore, tra gli altri, gli articoli del Disegno di Legge numero 5 (*Estensione alle società aventi azioni negoziate su MTF della facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali*), 8 (*Misure a favore degli aumenti di capitale*), 13 (*Disposizioni in materia di voto multiplo*), 18 (*Modifiche alla disciplina del cooling off e cooling in dei componenti e dei dirigenti della Consob, della Banca d'Italia e dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni*), 19 (*Poteri di contrasto dell'attività pubblicitaria riferibile a soggetti non autorizzati*) e 21 (*Misure in materia di educazione finanziaria*).

Tanto premesso, e nel ringraziare per l'opportunità concessa all'Associazione di fornire un proprio contributo sul tema, ci pare tuttavia utile condividere alcuni spunti di riflessione in merito a taluni aspetti del Disegno di Legge che appaiono meritevoli di ulteriore attenzione. Ci si soffermerà, in particolare, (i) sull'opportunità di valutare la piena coerenza tra talune previsioni del DDL Capitali e altre iniziative, comunitarie e nazionali, anch'esse indirizzate a facilitare l'accesso delle imprese al mercato dei capitali, nonché (ii) su specifici aspetti delle novità legislative previste dal Disegno di Legge che meritano, ad avviso dell'Associazione, adeguata ulteriore riflessione.

Da ultimo, con riguardo alle osservazioni qui di seguito formulate, ASSIREVI conferma fin d'ora la propria piena disponibilità qualora codesta spettabile Commissione ritenesse utile od opportuno ottenere ulteriori precisazioni o chiarimenti in merito al contenuto della presente nota.

2. Il Listing Act della Commissione Europea, il Libro Verde MEF e la tutela degli investitori

In data 7 dicembre 2022 la Commissione europea ha promosso alcune misure volte a sviluppare ulteriormente l'Unione dei mercati dei capitali (CMU) dell'UE. In particolare, per quanto qui di interesse, è stata presentata una proposta di Regolamento (cd. "Listing Act") che si concentra specificamente sugli oneri informativi a carico delle società che si registrano in due momenti: nella fase dell'offerta pubblica iniziale e in quella successiva della quotazione. La proposta intende dunque ridurre l'onere normativo durante la fase di IPO, introducendo modifiche mirate al Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio (il "**Regolamento Prospetto**")⁽¹⁾, nonché l'onere normativo conseguente alla fase di IPO, introducendo modifiche mirate al Regolamento n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio (il "**Regolamento Market Abuse**")⁽²⁾.

L'obiettivo generale dell'iniziativa della Commissione⁽³⁾ è dunque quello di introdurre, tra l'altro, adeguamenti tecnici alla disciplina prevista dal Regolamento Prospetto e dal

⁽¹⁾ Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE.

⁽²⁾ Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione.

⁽³⁾ Si veda più diffusamente la "*Proposta di Regolamento Europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali*", pag. 1 e seguenti.

Regolamento Market Abuse. Per il tramite di tali adeguamenti tecnici, la Commissione si propone, in buona sostanza, di ridurre i costi normativi e di conformità per le società che intendono quotarsi o sono già quotate, al fine di semplificare il processo di quotazione e rafforzare la chiarezza giuridica, assicurando però, nel contempo, la tutela degli investitori e l'integrità del mercato ⁽⁴⁾.

Analoghi obiettivi e presidi sono rinvenibili anche nel panorama nazionale e, in particolare, nel *“Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”* a suo tempo predisposto dal MEF (il **“Libro Verde MEF”**). Nel Libro Verde MEF è stata infatti svolta, in raccordo con le Autorità di settore (Consob e Banca d'Italia), le associazioni di categoria e gli operatori di mercato, un'analisi sistematica volta a individuare aree della regolamentazione e delle prassi di vigilanza che apparivano critiche, ai fini della competitività dei mercati italiani. Al riguardo, il Libro Verde MEF sottolinea come siano state in effetti ***“ravvisate diverse aree di possibile semplificazione e razionalizzazione, con potenziali interventi tesi a migliorare il quadro normativo e regolamentare applicabile agli emittenti per rendere più efficiente non solo l'accesso, ma anche la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, senza con questo ridurre i presidi a tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati”*** (enfasi originale)⁽⁵⁾.

Anche il DDL Capitali intende perseguire i medesimi scopi del Listing Act e del Libro Verde MEF, vale a dire, in particolare, favorire la crescita dei mercati finanziari italiani. In quest'ottica, non pare allora inappropriato chiedersi – pur nel contesto di una valutazione complessivamente positiva del disegno di legge in esame – se possa risultare pienamente coerente con l'impianto comunitario e nazionale sopra sintetizzato la proposta di cui all'articolo 10 del DDL Capitali che ipotizza l'abrogazione integrale dell'articolo 94, comma 7, del D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58 (il **“TUIF”**) ⁽⁶⁾. Ad avviso di chi scrive, tale abrogazione non sembra in effetti né incentivare l'apporto di risorse finanziarie verso il mercato dei capitali da parte degli investitori, né favorire le imprese nel loro percorso decisionale in relazione all'eventuale accesso alla quotazione.

⁽⁴⁾ Cfr., tra l'altro, *ibidem*, pag. 9: *“La presente proposta è in linea con gli obiettivi generali del regolamento sul prospetto di agevolare la raccolta di fondi attraverso i mercati dei capitali, garantire la tutela degli investitori e promuovere la convergenza in materia di vigilanza in tutta l'UE”*.

⁽⁵⁾ Cfr. *Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, paragrafo 3, pag. 19.

⁽⁶⁾ L'articolo 94, comma 7, TUIF prevede attualmente che *“La responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di verificare che le informazioni contenute nel prospetto fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso”*.

Sotto il primo profilo, infatti, prevedere con il DDL Capitali una riduzione dei possibili responsabili nell'ambito dei processi di quotazione (cd. *gatekeepers*) potrebbe ragionevolmente rivelarsi non in linea con la *ratio* stessa alla base del provvedimento legislativo. In altre parole, una riduzione dei *gatekeepers* (o comunque delle loro responsabilità) finisce al più per comportare una maggiore distanza tra il possibile investitore e le offerte di sollecitazione nell'ambito di IPO.

D'altro canto, per quanto riguarda invece le imprese, se l'obiettivo della abrogazione dell'articolo 94, comma 7, TUIF fosse quella di una potenziale riduzione dei costi di quotazione, non si coglie, nell'immediato, come da detta abrogazione possa in effetti conseguire un risparmio per gli emittenti in sede di IPO. Complessità, articolazione e lunghezza del prospetto informativo sono del resto del tutto simili nei prospetti di sollecitazione, dove è presente il responsabile del collocamento, e nei prospetti di mera quotazione.

In definitiva, l'ipotizzata abrogazione dell'articolo 94, comma 7, TUIF non appare del tutto coerente con quanto emerge dal Listing Act e dal Libro Verde MEF, e potrebbe dunque essere oggetto di ulteriore riflessione e ripensamento nell'ambito dei lavori parlamentari. Detta ipotesi, infatti, ad opinione di chi scrive e alla luce di tutto quanto sopra, non evidenzia in maniera immediata la sua piena linearità rispetto alle finalità stesse del DDL Capitali.

3. Il Libro Verde MEF e la responsabilità delle Autorità di Vigilanza

Le considerazioni che precedono possono essere richiamate anche in relazione ad una ulteriore proposta contenuta nel DDL Capitali. Ci riferiamo all'articolo 17 del Disegno di Legge che ipotizza l'introduzione del nuovo comma 6-ter all'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 (la "**Legge Risparmio**"). Tale comma prevede che "*Fermo restando quanto disposto dal comma 6-bis ⁽⁷⁾, chi ha subito un danno per effetto di un atto o di un comportamento posto in essere da un soggetto vigilato da una delle Autorità di cui al medesimo comma può agire contro di essa per ottenere soltanto il risarcimento del danno che sia conseguenza immediata e diretta della violazione di leggi e di regolamenti sulla cui osservanza è mancata la vigilanza dell'Autorità stessa*".

⁽⁷⁾ Il comma 6-bis dell'articolo 24 Legge Risparmio prevede che "nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo" Consob e le altre Autorità, "*i componenti dei loro organi nonché i loro dipendenti rispondono dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave*".

Si tratta di una proposta, quanto meno nella sua formulazione attuale, che potrebbe anche, secondo alcune possibili letture, far trasparire una possibile forma di responsabilità parziaria di Consob, e ciò, per quanto qui rileva, anche in materia di prospetti informativi di sollecitazione e/o quotazione.

Di tale proposta, come di quella – già citata – relativa all’abrogazione dell’articolo 94, comma 7, TUIF, non si rinviene una immediata coerenza con quanto contenuto nel Libro Verde MEF.

L’approfondimento a suo tempo effettuato dal MEF mediante il Libro Verde si occupava, a ben vedere, del tema della responsabilità delle Autorità di Vigilanza ⁽⁸⁾; tuttavia, anche alla luce delle richiamate *“puntuali valutazioni comparative tra i vari ordinamenti dell’Unione Europea”*, il Libro Verde MEF espressamente indicava quale possibile evoluzione della disciplina in materia l’introduzione di una *“disposizione in base alla quale le azioni di responsabilità civile possono essere proposte da terzi soltanto nei confronti delle Autorità e non anche nei confronti dei componenti dei loro organi e dei loro dipendenti, salva l’azione di rivalsa secondo i rispettivi ordinamenti”* ⁽⁹⁾.

Ad avviso di ASSIREVI, in sintesi, anche la proposta di modificare l’art. 24 della Legge Risparmio potrebbe essere allora oggetto di qualche ulteriore approfondimento e valutazione, nell’ambito dei lavori parlamentari attualmente in corso, con riguardo all’opportunità di non introdurre il nuovo comma 6-ter nel testo ipotizzato nel Disegno di Legge o quanto meno specificare nel testo che non si tratta di una ipotesi di responsabilità parziaria delle Autorità. Del resto, con riferimento a Consob, i compiti – e, conseguentemente, le responsabilità – dell’Autorità in relazione al controllo sui prospetti informativi sono già oggi normativamente disciplinati in modo puntuale sia a livello comunitario, sia nazionale ⁽¹⁰⁾.

⁽⁸⁾ Cfr. *Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, Allegato Tecnico, Lettera D, pag. 39 e seguenti.

⁽⁹⁾ *Ibidem*.

⁽¹⁰⁾ Cfr., per un quadro complessivo, la Comunicazione Consob n. 7/2020 del 9 luglio 2020 avente ad oggetto *“Criteri per il controllo del prospetto da parte della Consob nell’ambito della disciplina posta dal Regolamento UE n. 1129/2017 e dal Regolamento Delegato UE n. 980/2019 della Commissione”* ora integrata all’interno della *Raccolta degli orientamenti applicativi della CONSOB in materia di prospetto redatto ai sensi del Regolamento (UE) n.1129/2017 e dei relativi regolamenti UE integrativi*, disponibile sul sito www.consob.it.

4. Le modifiche ai poteri sanzionatori di Consob

Ulteriore norma introdotta dal DDL Capitali su cui appare opportuno svolgere alcune brevi considerazioni è contenuta nell'articolo 20 del Disegno di legge rubricato "Modifiche ai poteri sanzionatori di Consob".

Tale norma prevede la facoltà, per il destinatario di una possibile sanzione la cui emanazione sia di competenza di Consob, di presentare, tempestivamente, impegni idonei a far venire meno i profili di lesione degli interessi degli investitori e del mercato dallo stesso causati. Conseguentemente Consob, valutata l'idoneità di tali impegni, potrà renderli obbligatori e concludere così, "senza accertare la violazione", il procedimento sanzionatorio aperto ⁽¹¹⁾.

Come illustrato anche nelle relazioni allegate al Disegno di legge, l'introduzione di tale nuovo istituto ha come obiettivo quello di ridurre il volume complessivo del contenzioso e permettere di definire il relativo procedimento sanzionatorio in modo più celere, obbligando nel contempo il soggetto vigilato a compiere tutti quegli atti che risultino, a giudizio di Consob, idonei a rimuovere la lesione da questi cagionata a investitori e mercato. La disciplina in esame ricalca per più profili quanto già previsto in materia di poteri dell'Antitrust. Più precisamente, il contenuto dell'articolo 20 del Disegno di Legge

⁽¹¹⁾ L'articolo 20 DDL Capitali prevede che "1. Al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, dopo la parte V, titolo II, è introdotto il seguente: «Titolo II-bis (Disposizioni comuni) Art. 196-bis.1 (Impegni) 1. Per le violazioni di competenza della Consob, entro trenta giorni dalla notificazione della lettera di contestazione degli addebiti, il soggetto destinatario della stessa, può presentare impegni tali da far venir meno i profili di lesione degli interessi degli investitori e del mercato oggetto della contestazione. A tal fine la Consob, valutata la gravità delle violazioni e l'idoneità di tali impegni anche in relazione alla tutela degli interessi lesi e previa eventuale consultazione degli operatori di settore può, nei limiti previsti dall'ordinamento europeo, renderli obbligatori per i soggetti destinatari del procedimento sanzionatorio e pubblicare gli impegni assunti. Tale decisione può essere adottata per un periodo di tempo determinato e chiude il procedimento sanzionatorio senza accertare la violazione.
2. In caso di mancato rispetto degli impegni resi obbligatori ai sensi del comma 1, i limiti edittali massimi della sanzione amministrativa pecuniaria prevista dalla normativa di riferimento sono aumentati del 10 per cento. Al fine di monitorare l'attuazione degli impegni, la Consob può esercitare i poteri di vigilanza a essa attribuiti al fine dell'accertamento della violazione contestata.
3. La Consob può d'ufficio riaprire il procedimento sanzionatorio se:
a) si modifica in modo determinante la situazione di fatto rispetto ad un elemento su cui si fonda la decisione;
b) i soggetti interessati contravvengono agli impegni assunti;
c) la decisione si fonda su informazioni trasmesse dalle parti che sono incomplete, inesatte o fuorvianti.
4. La Consob definisce con proprio provvedimento generale, in conformità con l'ordinamento dell'Unione europea e garantendo il diritto al contraddittorio, le regole procedurali che disciplinano la presentazione e la valutazione degli impegni di cui al presente articolo".

risulta del tutto analogo all'articolo 14-ter della legge 287 del 1990 ⁽¹²⁾, il quale prevede la medesima possibilità, per il soggetto vigilato, di assumere impegni volti ad eliminare i profili anticoncorrenziali.

L'istituto previsto dal DDL Capitali non rappresenta peraltro una novità nemmeno nel panorama internazionale ed europeo. Ormai da tempo, infatti, in molti ordinamenti sono previsti poteri in capo alle Autorità di vigilanza simili a quelli che verrebbero introdotti dall'articolo 20 del Disegno di Legge ⁽¹³⁾.

Al riguardo, si segnala però che a livello internazionale ed europeo la disciplina inerente il potere di cd. "settlement" delle Autorità di vigilanza risulta almeno in parte differente,

⁽¹²⁾ L'articolo 14-ter della legge 287 del 1990 prevede che "entro tre mesi dalla notifica dell'apertura di un'istruttoria per l'accertamento della violazione degli articoli 2 o 3 della presente legge o degli articoli 81 o 82 del Trattato CE, le imprese possono presentare impegni tali da far venire i profili anticoncorrenziali oggetto dell'istruttoria. L'Autorità, valutata l'idoneità di tali impegni (e previa consultazione degli operatori del mercato), può, nei limiti previsti dall'ordinamento comunitario, renderli obbligatori per le imprese. Tale decisione può essere adottata per un periodo di tempo determinato e chiude il procedimento senza accertare l'infrazione.

2. L'Autorità in caso di mancato rispetto degli impegni resi obbligatori sensi del comma 1 può irrogare una sanzione amministrativa pecuniaria fino al 10 per cento del fatturato ((totale realizzato a livello mondiale durante l'esercizio precedente. Al fine di monitorare l'attuazione degli impegni, l'Autorità esercita i poteri di cui all'articolo 14 della presente legge)).

3. L'Autorità può d'ufficio riaprire il procedimento se:

a) si modifica ((in modo determinante)) la situazione di fatto rispetto ad un elemento su cui si fonda la decisione;

b) le imprese interessate contravvengono agli impegni assunti;

c) la decisione si fonda su informazioni dalle parti che sono incomplete inesatte o fuorvianti".

⁽¹³⁾ Con riferimento alle specifiche norme che attribuiscono alle Autorità di vigilanza i poteri cd. di "settlement" rinvenibili negli ordinamenti internazionali ed europei si vedano a titolo esemplificativo: (i) le norme presenti negli Stati Uniti (in particolare il Title 17 - Commodity and Securities Exchanges, Chapter II - Securities and Exchange Commission, Part 201 - Rules of Practice, Subpart D - Rules of Practice, § 201.240 Settlement) in cui si prevede che chiunque sia informato che un procedimento può essere o sarà avviato nei suoi confronti può, in qualsiasi momento, proporre per iscritto un'offerta di transazione alla SEC;

(ii) la normativa prevista in Francia (in particolare quanto indicato dall' art. 621-14-1 e dall'art. R. 621-37-1 del Code monétaire et financier) che attribuisce all'AMF il potere di proporre una sanzione negoziata ai responsabili di violazioni delle regole riscontrate nel corso di un'indagine o di un'ispezione e rientranti nella sua giurisdizione;

(iii) nell'ordinamento tedesco viene attribuito alla BaFin il potere di attuare accordi di tipo transattivo con gli interessati, al fine di risolvere con maggiore celerità i procedimenti sanzionatori. Tale potere di settlement, sebbene non sussista una specifica norma che lo regoli, viene ricondotto alle disposizioni normative di diritto comune che prevedono la possibilità di risolvere i procedimenti sanzionatori amministrativi attraverso una transazione tra l'Autorità amministrativa e il soggetto vigilato;

(iv) la normativa presente in Inghilterra (all'interno del "Decision Procedure and Penalties Manual (DEPP)", il Chapter 5 "Settlement decision procedure") attribuisce alla FCA, in ogni momento, anche prima dell'invio delle contestazioni, il potere di proporre al soggetto vigilato di risolvere il procedimento sanzionatorio attraverso un accordo con quest'ultimo.

facendo emergere in modo più rilevante la *ratio* deflattiva a fondamento di questo strumento. In particolare, dall'analisi degli ordinamenti stranieri in cui è previsto tale potere emerge, da un lato, la natura negoziale dell'accordo tra soggetto vigilato e Autorità e, dall'altro, in diversi casi, il potere di addivenire ad una soluzione concordata anche in una fase precedente rispetto all'avvio del procedimento sanzionatorio.

Al contrario, l'articolo 20 del Disegno di Legge istituisce la possibilità per il soggetto vigilato di impegnarsi in modo unilaterale solo dopo l'apertura del procedimento sanzionatorio, e quindi dopo la notifica delle contestazioni, ferma restando poi una valutazione positiva di Consob.

Più opportuno, e in linea con la prassi riscontrata, sembrerebbe allora essere l'introduzione della possibilità di *settlement* anche antecedentemente alla notifica delle contestazioni, collocando detta facoltà di risoluzione all'esito dell'attività istruttoria e prima dell'apertura formale del procedimento sanzionatorio. In effetti, come noto, detto procedimento si sviluppa in tempi assai ristretti a valle della notifica delle contestazioni, il che renderebbe non agevole la predisposizione delle misure di impegno, da un lato, e non eliminerebbe costi ed oneri organizzativi connessi alla predisposizione delle controdeduzioni in attesa delle valutazioni da parte di Consob sulla possibilità, o meno, di rendere obbligatorie le misure proposte dal soggetto vigilato.

Dette valutazioni dell'Autorità non parrebbero del resto contemplare, quanto meno in modo inequivoco, una diretta interlocuzione tra soggetto vigilato e Autorità. La previsione normativa in commento richiama invece, allo stato, il possibile coinvolgimento, proprio durante il processo di valutazione dell'Autorità, di operatori di settore terzi che, nel caso di sanzioni Consob (e diversamente dall'AGCM), aprirebbe la fattispecie in esame ad ulteriori temi, di evidente delicatezza, anche legati a profili di riservatezza del procedimento in corso e del suo contenuto.

Alla luce di quanto sopra, l'articolo 20 DDL Capitali potrebbe essere oggetto di eventuali ulteriori approfondimenti e considerazioni in sede di lavori parlamentari, al fine di rendere la disciplina del "*settlement*" italiano più allineata e coerente rispetto a quella sopra ricordata, riscontrata a livello internazionale ed europeo, soffermandosi in particolare sulla possibilità di incentivare una finestra temporale di negoziazione tra soggetto vigilato e Autorità di vigilanza sia prima che dopo l'istaurazione di un procedimento sanzionatorio.

5. Le società diffuse e la disciplina in materia di operazioni con parti correlate

Un ulteriore profilo che si ritiene qui di portare all'attenzione di codesta rispettabile Commissione riguarda la riforma complessiva delle società emittenti strumenti finanziari diffusi prospettata dall'articolo 4 DDL Capitali. Nel valutare complessivamente in senso positivo anche detta riforma, ci si sofferma qui sul contenuto dell'articolo 4, comma 2, lettera e) del Disegno di Legge. Il comma in commento prevede, ragionevolmente come diretta conseguenza dell'abrogazione dell'articolo 116 TUIF, la disapplicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate ("**OPC**") alle società emittenti strumenti finanziari diffusi ⁽¹⁴⁾.

Al riguardo, nella pur apprezzata semplificazione della disciplina degli emittenti strumenti diffusi già raccomandata dal Libro Verde MEF, a parere di chi scrive le modifiche introdotte dal comma in analisi del Disegno di Legge potrebbero essere oggetto di una ulteriore riflessione e ponderazione nel corso dei lavori parlamentari.

In effetti, il Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (il "**Regolamento Consob OPC**") si prefigge, come noto, di introdurre specifici presidi per l'adozione di tale tipologia di operazioni (senza vietarle) e ciò a specifica tutela della pluralità dei soci di minoranza, evitando fenomeni di estrazione di valore da parte di soggetti vicini ai centri decisionali. Da ricordare, poi, come già oggi il Regolamento Consob OPC preveda, in ogni caso, un regime semplificato, rispetto alle società quotate sui mercati regolamentati, per gli emittenti diffusi ⁽¹⁵⁾.

La disapplicazione integrale della disciplina OPC per le società emittenti strumenti diffusi, società che per loro natura hanno, almeno in linea di principio, un ampio numero di azionisti di minoranza (superiori a 500), può in effetti apparire non del tutto congruente con l'esigenza di tutelare l'efficienza dei mercati di capitali. Ad avviso di chi scrive si potrebbe allora, in sede parlamentare, valutare se mantenere l'applicazione della disciplina OPC, pur nella sua forma semplificata, per le società emittenti strumenti diffusi.

⁽¹⁴⁾ L'articolo 4 comma 2 lettera e) DDL Capitali prevede che *"all'articolo 2391-bis: 1) al primo comma le parole: «che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio» sono sostituite dalle seguenti: «con azioni quotate in mercati regolamentati»; 2) al terzo comma, lettera b), le parole: «che fa ricorso al mercato del capitale di rischio» sono soppresse"*.

⁽¹⁵⁾ Cfr. art. 10 del Regolamento Consob OPC.

6. Innalzamento del limite di capitalizzazione per le PMI e relativa definizione

Da ultimo, si segnala che nel contesto dell'esame e della successiva approvazione del DDL Capitali potrebbe essere sviluppata una riflessione complessiva anche sulla nozione di "PMI" come attualmente definita dal TUIF. L'articolo 2 del Disegno di Legge prevede infatti una estensione della categoria delle PMI, portando la soglia di capitalizzazione necessaria per essere inclusi in detta categoria da 500 milioni di euro a 1 miliardo di euro⁽¹⁶⁾.

In proposito, si ricorda anzitutto che nel TUIF, a fianco delle società che rientrano nelle PMI, sono presenti quelle società, diverse, che appartengono alla categoria delle "piccole e medie imprese" (cfr. in particolare la Parte III, Titolo I-bis, Capo II, Sezione VI del TUIF rubricata "Mercati di crescita per le piccole e medie imprese").

A prescindere da un'esigenza di forse maggiore chiarezza, si ricorda che la definizione (cfr. art. 1, comma 1, lettera w-quater.1, TUIF) stabilisce che sono "PMI", *"fermo quanto previsto da altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato tale limite per tre anni consecutivi"*.

Ora, ad opinione della scrivente, è opportuno chiedersi se il relegare al ruolo di "piccole e medie imprese" società con una capitalizzazione sino alla soglia di un miliardo di euro rappresenti effettivamente uno strumento adeguato per attrarre società, tutt'altro che piccole, sul mercato dei capitali. Si consideri, al riguardo, che sulla base degli ultimi dati di capitalizzazione pubblicati da Borsa Italiana (febbraio 2023), già oggi il mercato azionario italiano sarebbe composto per oltre il 60% da "PMI" ai sensi del TUIF come eventualmente modificato da DDL Capitali.

Nel caso in cui la disciplina oggi prevista dal TUIF per le PMI (sostanzialmente limitata alla materia dell'OPA e di comunicazione di partecipazioni rilevanti) continui a risultare per il Legislatore di significativa applicazione, l'auspicio della scrivente è che si possa individuare, nell'ambito dei lavori parlamentari, una definizione di tale categoria di emittenti che (i) porti con sé il superamento di una qualche confusione tra gli investitori determinata dalla elevata soglia attuale che non sembra avere nulla a che fare con la nozione comune di "piccola e media impresa" e, contestualmente, che (ii) eviti una

⁽¹⁶⁾ L'articolo 2 del DDL Capitali dispone, nello specifico, che: *"All'articolo 1, comma 1, lettera w-quater.1) del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, le parole: «ai 500 milioni di euro» sono sostituite dalle seguenti: «a 1 miliardo di euro»"*.

accezione potenzialmente ancor più “negativa” per società (e imprenditori) che, pur di rilevanti dimensioni (come ben potrebbero essere società la cui capitalizzazione previste risulti di poco inferiore al miliardo di euro), vedrebbero relegata la loro iniziativa verso il mercato al ruolo di “PMI”.

Con osservanza.

Milano, 27 giugno 2023

ASSIREVI,
Il Presidente



Dott. Gianmario Crescentino

