

**Interventi a sostegno della competitività dei capitali (“DDL Capitali” o “Decreto”)
Senato della Repubblica – Commissione Finanze e Tesoro
Audizione dell’avv. Sergio Erede – 11 luglio 2023**

Desidero in primo luogo esprimere un sentito ringraziamento per l’invito ad intervenire all’odierna audizione, che volentieri ho accettato nello spirito di offrire un punto di vista che, da avvocato, mi deriva dall’esperienza pratica e dalle esigenze concrete vissute nell’arco di una pluridecennale esperienza professionale.

I. Premessa

1. Il DDL Capitali mira a “*migliorare la competitività del mercato dei capitali italiano*”, attraverso l’introduzione nel quadro normativo e regolamentare italiano di “*modifiche ... tali da rendere più efficiente non solo l’accesso, ma anche la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali, senza tuttavia ridurre i presidi a tutela degli investitori e dell’integrità dei mercati stessi*” (così la Relazione al Disegno di legge AS 674 “*Interventi a sostegno della competitività dei capitali*”, p. 1).
2. L’obiettivo di rendere più facilmente percorribile la via di accesso al mercato è senz’altro da condividere, come lo è la più ampia prospettiva, così facendo, di fornire alle società azionarie italiane un canale alternativo a quello bancario per la raccolta dei capitali necessari – in particolare – allo sviluppo dell’attività, e quindi alla crescita dell’impresa *in primis* e dell’economia nazionale di conseguenza.
3. Tuttavia, proprio nella prospettiva di favorire tale crescita occorre porsi il problema non soltanto delle fonti di approvvigionamento dei capitali, e quindi dei relativi strumenti di raccolta, ma anche del loro impiego, e quindi della disponibilità di strumenti per consentire all’impresa non soltanto di svilupparsi organicamente, attraverso l’espansione dell’attività, ma anche, come si dice, di crescere “per linee esterne”, attraverso acquisizioni, fusioni e ogni altra forma di c.d. “*combination*”. Una crescita, quindi, che sia favorita dal fatto di fare ricorso al mercato anziché esserne ostacolata, come invece accade.
4. In questa chiave, allora, credo meriti di essere riconsiderato in primo luogo l’obiettivo della “*permanenza delle imprese sui mercati dei capitali*” nonché, di conseguenza, i profili di “*tutela degli investitori*” e del mercato che a tale obiettivo pure si ricollegano – ed è perciò su questi due aspetti – fra gli altri interessati dal DDL Capitali – che penso sia utile incentrare il mio intervento di oggi, che potrebbe riassumersi nella seguente domanda: come soddisfare l’esigenza di crescita delle imprese societarie già quotate al fine di agevolarne la permanenza sul mercato italiano?
5. Nel tentativo di rispondere a tale interrogativo, vorrei cogliere l’opportunità di questo incontro per (i) condividere qualche prima impressione circa quelle disposizioni nell’attuale testo di Decreto che ritengo più rilevanti ai fini del discorso, (ii) evidenziarne i profili che appaiono più problematici e (iii) provare a proporre qualche possibile soluzione.

II. Voto plurimo e voto maggiorato

6. Per cominciare, occorre innanzitutto muovere da un dato di evidenza, ossia l'osservazione del "fenomeno migratorio" in atto da ormai 10 anni, riguardante un numero sempre più vistoso di società quotate italiane che trasferiscono la propria sede sociale nei Paesi Bassi (adottandone di conseguenza la *lex societatis*), in forza del principio della libertà di stabilimento posto a fondamento del sistema europeo, oggi definitivamente garantito dalla Direttiva c.d. Mobility e, per quanto riguarda l'Italia, dal d.lgs. 19/2023 che le ha dato attuazione. Il che impone una presa d'atto: al di là di ogni possibile dibattito teorico, la competizione fra ordinamenti è una realtà e, allo stato, l'Italia la sta perdendo.
7. Quali sono le imprese emigrate? E cosa vanno cercando? A partire dal 2013 si possono distinguere due fasi: dapprima le società appartenenti alla galassia Fiat (Cnh, FCA, Ferrari, Exor), poi, come una seconda generazione, Cementir, Mediaset, Campari, Ariston (l'unica non ancora quotata al momento della partenza) e da ultimo Brembo. Tutte società sottoposte a controllo – solitario, familiare, e in larghissima maggioranza di diritto, cioè sopra la soglia del 50% dei voti esercitabili in assemblea ordinaria – e tutte alla ricerca della possibilità di avvalersi di un più flessibile meccanismo di moltiplicazione del voto, tale da consentire al socio di controllo di realizzare operazioni aggregative senza però subire l'effetto diluitivo che tipicamente ne deriverebbe. Crescere, cioè, senza determinare la perdita del controllo in capo a chi di quella crescita è stato il fautore – quindi il fondatore o le successive generazioni, che si troverebbero altrimenti disarmati di fronte all'inevitabile bivio fra espandere il perimetro dell'impresa ovvero diventare la preda di altri.
8. Osservata in questa particolare prospettiva, è evidente che dalla soluzione al problema posto dall'esigenza di crescita delle società già quotate può dipendere la sopravvivenza stessa di un modello di impresa (aperta al mercato ma sottoposta a controllo) per molti versi caratteristico della realtà economica italiana (ma comune anche ad altri stati europei). Un modello, cioè, che rivendica la necessità di norme che ne valorizzino le peculiarità, perché di per sé non riducibile né assimilabile al modello della *public company* cui, d'altro canto, si ispira tanta parte della disciplina degli emittenti quotati.
9. Ciò detto, la domanda da porsi è, allora, se e con quali strumenti sia possibile ingaggiare la competizione con l'Olanda sul terreno fin qui delineato della disciplina azionaria e dei diritti di voto. In proposito, il DDL Capitali non offre alcuna risposta – non per dimenticanza, ma per voler esplicitamente ignorare la questione. Così risulta, infatti, dal momento che si prevede sì di modificare le disposizioni in materia di voto plurimo – mediante l'incremento da tre a dieci del numero massimo di voti da assegnare ai sensi dell'art. 2351, comma 4, cod. civ. (art. 13, DDL Capitali) – ma lasciando fermo il principio (sculpto nell'attuale art. 127-*sexies* TUF) per il quale le azioni a voto plurimo non possono essere emesse da società quotata (salvo che questa le avesse in circolazione prima della quotazione).
10. Va detto che tale divieto esprime una posizione di per sé coerente, almeno in apparenza, con l'esigenza di particolare cautela nei confronti del piccolo investitore e, più in generale, delle minoranze azionarie, che si pensa sarebbero altrimenti a rischio di subire l'adozione di regole tali da sconsigliare, a posteriori, l'investimento

nell'emittente. E ciò, in linea con l'impostazione da tempo adottata negli Stati Uniti con riguardo alla quotazione sul NYSE di azioni c.d. *dual class* ⁽¹⁾, sulla scorta di un dibattito che – giova ricordarlo – è fortemente condizionato dalla possibilità di impiegare le azioni a voto multiplo in chiave difensiva contro il rischio di scalate ostili. Tuttavia, tale impostazione omette di considerare la peculiarità del caso di specie: e cioè il fatto che le società italiane di cui si discute non sono mai state contendibili perché già sottoposte a controllo prima di essere quotate. Non si vede, quindi, che ripensamento possano mai avere gli investitori di fronte al rafforzamento di tale controllo, e tanto più se questo è in realtà funzionale a consentire la crescita dell'impresa. E, d'altro canto, questa impostazione nemmeno tiene in conto la possibilità di offrire al socio (di minoranza) dissenziente una diversa forma di protezione, limitata a salvaguardare il suo diritto di *exit* – il che permetterebbe di contemperare in modo più efficiente la sua esigenza di tutela con l'interesse del socio di controllo, dell'emittente e, più in generale, del sistema a realizzare più agevolmente potenziali operazioni di aggregazione dirette ad accrescere il valore dell'impresa.

11. Alla luce di ciò, quale potrebbe essere, allora, un approccio più attento alle esigenze di crescita di cui stiamo discorrendo? A me pare sia possibile immaginare un meccanismo basato sul sistema della maggiorazione del voto già in vigore in Italia per le società quotate (art. 127-*quinquies* TUF), in forza del quale qualunque socio – fuori, quindi, dall'ipotesi di creare azioni di categoria speciale riservate a specifiche categorie di investitori – che si qualifichi per il fatto di aver mantenuto il possesso azionario per un periodo minimo predeterminato possa, avendone fatto richiesta (ed essendo perciò stato censito in un apposito registro), beneficiare di una maggiorazione del voto fino ad un massimo di due voti per azioni. La proposta che è possibile avanzare muove in una triplice direzione (a parità di ogni altro elemento di cui la disciplina italiana già si compone):
- (i) da un lato, innalzare il tetto della maggiorazione oltre il limite dei due voti fino ad un massimo di cinque (che costituisce un moltiplicatore già notevole) se non addirittura fino a dieci (che rappresenta il limite massimo secondo la prassi olandese, da applicare su un arco proporzionato di tempo pari a dieci anni);
 - (ii) dall'altro lato, consentire al meccanismo di prevedere la sua eventuale accelerazione mediante la maggiorazione del voto fin dal primo momento in cui il socio ne fa richiesta, a fronte, però, di un vincolo a non trasferire la partecipazione sottostante per un periodo di tempo di durata pari a quello altrimenti richiesto per maturare quella stessa maggiorazione. Sicché, per esempio, in caso lo statuto preveda la maggiorazione di tre voti a fronte di un possesso azionario richiesto di almeno tre anni, verrebbe consentita la stessa maggiorazione immediatamente a qualunque socio che, facendone richiesta ed iscrivendosi nell'apposito registro, si impegni ad un *lock-up* di tre anni. Con apposite previsioni regolamentari e/o statutarie si potrà poi più dettagliatamente disciplinare termini ed eventuali condizioni per l'applicazione di simili meccanismi di accelerazione;

(1) La Rule 313.10 del NYSE Listed Company Manual contiene una disposizione del tutto analoga a quella prevista nel sistema italiano: “*The restriction against the issuance of super voting stock is primarily intended to apply to the issuance of a new class of stock, and companies with existing dual class capital structures would generally be permitted to issue additional shares of the existing super voting stock without conflict with this Policy*”.

(iii) infine, estendere la possibilità per il socio di mantenere la maggioranza del voto non soltanto nei casi in cui questi sia coinvolto in operazioni aggregative o riorganizzative di fusione o scissione (art. 127-*quinquies*, comma 3, lett. *a*), TUF), ma anche nell'eventualità in cui ceda direttamente o indirettamente (tramite un veicolo) la partecipazione con voto maggiorato – in tal modo, quindi, ribaltando l'attuale previsione, che, sancendo la perdita della maggioranza del voto in caso di cessione, trascura di dare adeguata considerazione all'interesse del socio ad una piena valorizzazione in caso di cessione del controllo. Il tutto, peraltro, rimanendo comunque fermo l'obbligo di OPA.

12. Non è un mistero che alcune categorie di investitori – rappresentativi del “mercato” – siano generalmente ostili a meccanismi simili, sebbene orientati, come nel caso della maggioranza del voto, a valorizzare l'investimento di lungo periodo e, con esso, la “loyalty” della base azionaria. Mi riferisco, come noto, ai fondi istituzionali (e non), che per loro natura sono ostili ad ogni potenziale vincolo alla libertà di disporre delle partecipazioni affidate loro in gestione, preferendo in ogni caso mantenerle immediatamente liquidabili. Non a caso, essi tendono ad ostacolare l'adozione di ogni forma di deviazione dal principio “*one share, one vote*”, e semmai richiedono che eventuali meccanismi di maggioranza del voto siano applicati per un tempo limitato, in forza di clausole c.d. “*sunset*”. Il che si potrebbe ben fare, ad esempio prevedendo che la regola di maggioranza e/o la sua accelerazione siano condizionate all'esecuzione di un'operazione aggregativa entro un determinato termine temporale.

III. Conferimenti in natura e OPA obbligatoria

13. Ancora sull'esigenza di crescita delle società già quotate e sempre nella prospettiva di agevolarne la permanenza sul mercato italiano, vi è un ulteriore tema che vorrei portare alla vostra attenzione – questa volta con riguardo alla disciplina dell'OPA obbligatoria, e in particolare alle esenzioni da tale obbligo (art. 106, comma 5, TUF): un profilo che il DDL Capitali non affronta ma che meriterebbe un intervento.

14. L'obbligo di OPA sorge, come noto, quando vi sia un cambio di controllo nel capitale di una società quotata, cioè quando venga superata una certa soglia di partecipazione predeterminata dalla legge (il 25% e/o il 30%, a seconda delle dimensioni della società), con la conseguenza di dover perciò garantire a tutti gli altri soci la possibilità di disinvestire, cioè di vendere le proprie azioni in modo ordinato e a parità di condizioni, potendo anch'essi beneficiare “pro quota” del c.d. “premio di controllo”. Il che rende l'obbligo di OPA particolarmente oneroso – tanto da diventare esso stesso il più formidabile deterrente al rischio di scalate (e così rendersi uno strumento più utile a proteggere gli interessi dei gruppi di comando che quelli delle minoranze azionarie per i quali era stato originariamente concepito).

15. Può tuttavia capitare che il superamento della soglia rilevante sia soltanto temporaneo o sia un effetto per così dire “collaterale” di altra operazione per cui si può ritenere venire meno la questione del premio di controllo: è il caso, ad esempio, in cui il superamento della soglia sia determinato da operazioni dirette al salvataggio di società in crisi oppure dalla sottoscrizione da parte di un socio di un aumento di capitale nell'esercizio del proprio diritto di opzione. Motivo per cui, allo scopo di evitare che

la previsione dell'obbligo di OPA si traduca in un ostacolo alla realizzazione da parte della società quotata di interessi "imprenditoriali" per essa molto rilevanti, la legge e la regolamentazione della Consob disciplinano una serie di ipotesi di esenzione.

16. Fra tali ipotesi, il testo unico prevede anche il caso in cui il superamento della soglia sia determinato da "operazioni di fusione o di scissione" (art. 106, co. 5, lett. e), TUF). Si pensi ad esempio alla fusione tra due società quotate, nella quale l'incorporante (A) è una società ad azionariato diffuso mentre l'incorporata (B) ha un socio di controllo (X) che detiene il 70% del capitale e per effetto della quale il socio X si trovi a ricevere in concambio una partecipazione nell'incorporante A superiore al 30%, cioè sopra la soglia dell'OPA obbligatoria. Tanto basterebbe a rendere l'operazione impraticabile, anche a dispetto dei vantaggi che essa possa generare sul piano strategico, industriale e della crescita del valore delle imprese coinvolte. Di qui la possibilità di ottenere l'esenzione, seppure a condizione che la fusione sia approvata con particolari maggioranze (in base, cioè, al meccanismo del c.d. "whitewash", che subordina la decisione all'assenso della maggioranza dei soci estranei al gruppo di comando).
17. Proprio qui si pone un elemento di disarmonia del nostro ordinamento – sia in termini di coerenza interna sia rispetto ad altri sistemi (in particolare quello francese) – poiché non prevede una analoga esenzione per le operazioni di concentrazione industriale che si realizzano mediante un conferimento in natura anziché una fusione, pur avendo fusione e conferimento in natura una funzione economica ed effetti giuridici del tutto analoghi.
18. Nell'esempio che ho fatto in precedenza, infatti, le parti potrebbero preferire (o non aver altra scelta se non) realizzare la stessa operazione di concentrazione tra A e B attraverso un conferimento in natura, anziché una fusione. Le ragioni possono essere le più diverse: si pensi al caso in cui, essendo l'incorporante A e l'incorporata B società di Stati diversi, la fusione "transfrontaliera" di B in A farebbe scattare il diritto di recesso dei soci di B, esponendo le società partecipanti al rischio di dover fronteggiare oneri finanziari per liquidare i soci recedenti insostenibili o comunque incompatibili con i presupposti dell'operazione. In tal caso, si potrebbe conseguire il medesimo risultato sostanziale della fusione di B in A attraverso lo schema del conferimento: il socio X potrebbe infatti conferire in A la sua partecipazione di controllo in B a fronte dell'assegnazione di una partecipazione nel capitale di A superiore al 30% e a seguire A potrebbe offrire a tutti i restanti soci di B di conferire le loro partecipazioni in B al capitale di A. Il risultato sarebbe quindi lo stesso della fusione: (a) la concentrazione "industriale" di A e B; (b) l'ingresso dei soci di B nel capitale di A; (c) il superamento da parte di X della soglia del 30% in B in conseguenza di una operazione societaria (un aumento di capitale), anch'essa – al pari della fusione - deliberata in assemblea dai soci di A e in dipendenza della quale X si trova a scambiare la sua partecipazione di controllo in B con una partecipazione qualificata in A.
19. Dal punto di vista della disciplina dell'OPA e degli interessi che questa è diretta a proteggere, la situazione ipotizzata è esattamente la stessa della fusione. Tuttavia, per il conferimento in natura non è prevista quella stessa esenzione dall'obbligo di OPA che si applica invece alla fusione. Il che, nell'esempio fatto, renderebbe l'operazione in concreto impraticabile.

20. L'ordinamento francese, invece, tratta il conferimento in natura allo stesso modo della fusione con una previsione *ad hoc* (art. 234-9 del *Règlement Général* della AMF). Grazie ad essa, nel 2017, è stato possibile realizzare l'operazione di concentrazione tra Essilor e Luxottica, attraverso il conferimento della partecipazione di controllo detenuta in Luxottica da Delfin nel capitale della società francese Essilor (che è poi diventata EssilorLuxottica). A fronte di ciò, Delfin ha ricevuto una partecipazione nel capitale di Essilor superiore alla soglia del 30% fruendo della esenzione dall'obbligo di promuovere l'OPA obbligatoria disposta dall'AMF.
21. Asimmetrie come quella che vi ho appena illustrato non hanno ragione d'essere e possono assumere un peso determinante quando si tratta di decidere la struttura di complesse operazioni di *mergers & acquisitions*, rispetto alle quali il nostro ordinamento deve mantenere, e anzi rafforzare, una propria capacità attrattiva.
22. Per correggerla, sarebbe sufficiente operare una minima modifica al testo dell'art. 105, comma 5, lett. e), del TUF, per includervi il riferimento anche alle "*operazioni di aumento di capitale dal liberarsi mediante conferimento in natura*" oltre che alla fusione e alla scissione, in linea con quanto prevede l'ordinamento francese ⁽²⁾. Lasciando poi alla Consob di regolamentare in concreto la fattispecie, ad esempio sul modello di quanto previsto per le fusioni e le scissioni e quindi condizionando l'applicabilità della esenzione al fatto che il conferimento in natura sia approvato dall'assemblea della società conferitaria, i cui titoli dovrebbero altrimenti formare oggetto di offerta, senza il voto contrario della c.d. "maggioranza della minoranza".

IV. Aumenti di capitale senza diritto di opzione

23. Accennavo all'inizio che il tema della crescita sul mercato dell'impresa societaria già quotata non può essere disgiunto dai profili di tutela degli investitori che ad esso si ricollegano, sui quali vorrei perciò sollecitare la vostra attenzione con particolare riguardo alle misure che il DDL Capitali indica "a favore degli aumenti di capitale" (art. 8) e in merito allo "svolgimento delle assemblee" (art. 12).
24. L'art. 8 ripropone le disposizioni introdotte nel 2020 per favorire la ricapitalizzazione delle società italiane durante la fase più acuta della crisi innescata dalla pandemia da Covid-19. E lo fa per un arco temporale di due anni, durante i quali vengono ridotte le maggioranze richieste per le deliberazioni assembleari di aumento di capitale e viene ampliata per le società quotate la facoltà di escludere il diritto di opzione anche senza dover dimostrare che l'interesse sociale "esige" tale esclusione.
25. Proprio la temporaneità della misura solleva una prima, immediata, considerazione. Se essa è ritenuta utile a rafforzare la competitività del nostro mercato, non vi è ragione di prevederne una durata limitata nel tempo, che di per sé è attribuito tipico della legislazione emergenziale. Cessata l'emergenza, e nel contesto di un intervento di portata più ampia come quello prefigurato dalla bozza di Decreto, diventa difficile comprendere la ragione di modifiche soltanto temporanee, e quindi volatili, alla disciplina di un aspetto in realtà centrale della società per azioni.

(2) L'art. 105, comma 5, lett. e), del t.u.f. potrebbe quindi essere riformulato come segue: "*e) operazioni di fusione, scissione o aumenti di capitale da liberarsi con conferimento in natura*".

26. Nel merito, osservo che riproporre queste disposizioni al di fuori della logica (e del contesto) propriamente “emergenziale” da cui si sono originate richiede, a mio parere, un supplemento di riflessione. La disciplina degli aumenti di capitale riflette infatti un delicato bilanciamento tra diversi interessi in gioco, e con il coinvolgimento di diversi attori (amministratori; soci; soci di maggioranza e soci di minoranza; etc.), frutto di un processo di evoluzione lungo e stratificato. Ogni modifica dell’assetto normativo risultante da questo processo è destinata ad avere implicazioni e ricadute significative che richiedono di essere ponderate in modo organico, a maggior ragione nel contesto di un intervento normativo volto a migliorare la competitività del sistema.
27. Alcuni esempi possono aiutare a comprendere il punto:
- (i) La maggioranza dei 2/3 del capitale presente in assemblea dà ai soci che detengono complessivamente 1/3 del capitale un potere di “blocco” e rappresenta quindi uno strumento di controllo sull’operato della maggioranza: ridurre alla metà del capitale presente in assemblea il quorum per deliberare gli aumenti di capitale rende certo più semplice assumere la delibera, ma elimina al contempo una protezione per quegli stessi investitori che si vorrebbe attrarre nel nostro mercato, consentendo a un socio che detenga il 50% più una azione di deliberare da solo operazioni che possono trasformare significativamente la società;
 - (ii) Incidere sul quorum per l’aumento di capitale può avere ricadute importanti anche sul mercato del controllo e sul funzionamento dell’OPA. Nella normalità dei casi, le offerte pubbliche di acquisto sono condizionate al superamento della soglia dei 2/3 del capitale della società *target* proprio perché l’offerente vuole disporre dei voti sufficienti per potere assumere in assemblea le deliberazioni funzionali alla realizzazione del suo piano imprenditoriale (fusioni, modifiche dello statuto, aumenti di capitale, etc.). Naturalmente, per raggiungere l’obiettivo dei 2/3 del capitale attraverso l’OPA l’offerente deve offrire un corrispettivo idoneo a convincere un numero sufficiente di azionisti a consegnarli le loro azioni. Ridurre le maggioranze necessarie per l’assunzione delle delibere dell’assemblea straordinaria facilita, almeno in parte, il “lavoro” dell’offerente, con possibili ripercussioni sui rapporti di forza tra offerente e mercato e di conseguenza sul prezzo dell’OPA, che potrebbero pregiudicare gli investitori e potenzialmente la stessa attrattività del nostro mercato;
 - (iii) Ancora, la regola per la quale il diritto d’opzione dei soci può essere escluso con deliberazione assunta con il voto favorevole dei 2/3 del capitale presente in assemblea e solo se l’interesse sociale “*lo esige*” (art. 2441, comma 5, cod. civ.) costituisce un limite al potere della maggioranza, che protegge gli investitori dal rischio di possibili abusi da parte del “gruppo di comando”. Infatti, il socio di controllo o, nelle società ad azionariato diffuso, gli amministratori potrebbero utilizzare una siffatta ipotesi di esclusione del diritto di opzione per diluire gli altri soci o comunque per collocare pacchetti di azioni in mani “amiche”, in modo da rafforzare la propria posizione di potere in seno all’organizzazione sociale. Riducendo la maggioranza necessaria per deliberare l’esclusione del diritto di opzione, per di più senza

dover dimostrarne il nesso di strumentalità rispetto all'interesse sociale, e al tempo stesso incrementando dal 10% al 20% del capitale preesistente la soglia massima di azioni che può essere collocata a terzi, si rischia di alterare il bilanciamento di potere tra maggioranza e minoranza e – soprattutto – tra soci e amministratori presente nella disciplina dell'aumento di capitale, che rappresenta un tassello fondamentale dell'ordinamento societario e dell'architettura del mercato.

28. Alla luce di quanto precede, mi pare vi sia più di un motivo per riconsiderare l'opportunità di intervenire in via solo temporanea sulla disciplina degli aumenti di capitale con le implicazioni che si sono dette. Piuttosto, sarebbe preferibile un intervento meno incisivo, ma stabile, che riduca la maggioranza richiesta per deliberare l'aumento di capitale alla metà del capitale rappresentato in assemblea (sempreché siano presenti, naturalmente, più della metà delle azioni) solo per gli aumenti di capitale in opzione, vale a dire per quelle operazioni nelle quali il mantenimento del diritto di opzione rappresenta in sé una sufficiente garanzia degli interessi degli azionisti, senza i rischi che si sono prospettati in precedenza. E in effetti in presenza di un aumento di capitale in opzione, che garantisce adeguatamente le minoranze e la compagine sociale nel suo insieme, un quorum deliberativo pari 2/3 del capitale può persino apparire ingiustificato.

V. Disciplina dell'assemblea

29. Passando al tema delle assemblee delle società quotate, anche per queste l'art. 12 del DDL Capitali ripropone il regime introdotto durante la pandemia, per cui si consentiva all'assemblea di svolgersi esclusivamente “in remoto”, tramite il c.d. “rappresentante designato”.
30. L'intento è certamente apprezzabile. In effetti, troppe volte l'assemblea si riduce a un rito privo di contenuto, che richiede un notevole dispendio di tempo e di risorse per le società senza apportare un reale valore aggiunto. Consentire alle società di tenere l'assemblea in modo semplificato, raccogliendo in anticipo le indicazioni di voto senza dover organizzare una vera e propria riunione per consentire ai soci di intervenire è certamente una facilitazione.
31. Al tempo stesso, credo vi siano altri elementi che non è possibile trascurare: da un lato, il valore in sé della “collegialità” assembleare come metodo di assunzione delle decisioni volto a consentire alla volontà collettiva dei soci di formarsi ed esprimersi con adeguata ponderazione, anche attraverso la dialettica tra soci e tra soci e amministratori; dall'altro lato, il fatto che la possibilità di intervenire “in diretta” in assemblea, di assumere (e orientare) le proprie decisioni (se partecipare alla votazione; come votare; etc.) in funzione della dialettica interna all'assemblea e in rapporto alla scelte assunte dagli altri soci e alle posizioni espresse dagli amministratori rappresenta un aspetto essenziale del funzionamento di una società per azioni. In particolare, la partecipazione “in persona” può talvolta costituire un fondamentale strumento di tutela dei diritti dell'azionista – diritti che in larga parte si possono concretamente esercitare solo attraverso la effettiva partecipazione all'assemblea. L'intervento tramite il rappresentante designato inaridisce questo fondamentale momento della vita di una società e lascia in mano agli amministratori in carica la gestione (e il controllo)

dell'intero processo, alterando quel sistema di pesi e contrappesi che costituisce l'architettura della società per azioni. Penso a situazioni che ho seguito sul piano professionale, nelle quali si è rivelato decisivo disporre del diritto di intervenire in assemblea non soltanto per la discussione ma anche per poterne chiedere un rinvio, a norma dell'art. 2374 cod. civ., al fine di ottenere la tutela del giudice in sede cautelare prima della deliberazione assembleare. Invero, vicende come quelle che hanno interessato Impregilo, in occasione della scalata da parte di Salini, o A2A, nel momento di decidere la fusione fra le *utility* di Milano e Brescia difficilmente avrebbero avuto lo stesso esito nel vigore di regole "emergenziali" quali quelle che si ipotizza di perpetuare con l'art. 12 del Decreto.

32. Certamente, tale disposizione rimette ai soci di decidere se l'assemblea debba svolgersi attraverso una riunione collegiale piuttosto che per il tramite del rappresentante designato, attraverso un'apposita modifica dello statuto. Non è una imposizione, quindi, ma una libera scelta della compagine sociale. Tuttavia, il meccanismo prefigurato dall'art. 12 appare anzitutto troppo rigido, perché sembra prefigurare che l'intervento attraverso il rappresentante comune, una volta fatta la scelta, sia l'unica modalità di svolgimento dell'assemblea, quando sarebbe più opportuno consentire comunque alle società di determinare, di volta in volta, come tenere l'assemblea, lasciando aperta la possibilità di consentire comunque l'intervento personale dei soci se ritenuto opportuno. Soprattutto, credo che alla previsione statutaria dell'intervento tramite il rappresentante designato come unica (o possibile) modalità di svolgimento dell'assemblea debba accompagnarsi un fondamentale correttivo, diretto a consentire ai soci di chiedere che l'assemblea si svolga comunque in forma collegiale e mediante l'intervento "in persona" dei soci (direttamente o per delega).
33. Il modello di riferimento può essere costituito dalla disciplina degli artt. 2505 e 2505-*bis* del codice civile. Le norme prevedono, da una parte, che lo statuto possa prevedere che la decisione sulla fusione di società controllate al 100% o al 90% sia attribuita direttamente agli amministratori e, dall'altra parte, che anche quando lo statuto preveda questa possibilità i soci che rappresentano almeno il cinque per cento del capitale possano chiedere che la decisione sulla fusione sia comunque assunta dall'assemblea, con domanda indirizzata alla società entro otto giorni dal deposito del progetto di fusione.
34. Allo stesso modo, si potrebbe (e a mio giudizio si dovrebbe) stabilire che, anche quando lo statuto abbia previsto che l'assemblea si tenga mediante il rappresentante designato (o nel caso in cui l'art. 12 fosse modificato nel senso che lo statuto possa rimettere agli amministratori al momento della convocazione dell'assemblea di decidere come debba svolgersi), i soci che detengono una certa aliquota del capitale (ad esempio il cinque per cento, che è la quota richiesta per richiedere la convocazione dell'assemblea *ex* art. 2367 cod. civ.) possano chiedere, entro un certo termine dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione (si potrebbe utilizzare lo stesso termine di dieci/cinque giorni previsto dall'art. 126-*ter* TUF per l'integrazione dell'ordine del giorno), che l'assemblea si svolga in forma collegiale.
35. Ritengo che un simile correttivo rappresenti una fondamentale garanzia a tutela dei diritti dei soci e dell'efficace funzionamento del sistema di governo societario, che presuppone una effettiva ed efficace dialettica assembleare, specie nel caso in cui siano

i soci stessi ad avere richiesto la convocazione dell'assemblea (art. 2367 cod. civ.) oppure l'integrazione dell'ordine del giorno (art. 126-*bis* TUF).

VI. Varie

36. Da ultimo, avviandomi alla conclusione, vorrei richiamare alcune delle proposte presentate dall'Amministratore Delegato di Borsa Italiana, Fabrizio Testa, nell'audizione che dello scorso 22 giugno relativamente alla disciplina delle operazioni straordinarie contenuta nel codice civile, e segnatamente:
- (i) l'accorciamento da 30 a 7 giorni del termine per esercitare il diritto di recesso;
 - (ii) la modifica dell'art. 2440 cod. civ. nella parte in cui consente ai soci di chiedere che venga effettuata una nuova valutazione dei conferimenti in natura realizzati in forma "semplificata";
 - (iii) l'accorciamento dei termini per l'opposizione dei creditori alla fusione da 60 a 15 giorni, allineando così il termine a quello più breve previsto per le fusioni cui partecipano banche;
 - (iv) la riduzione da 90 a 15 giorni del termine previsto per l'opposizione dei creditori alla riduzione del capitale.
37. Tutte proposte che, sulla base della mia esperienza, ritengo siano da condividere pienamente, nella speranza che possano essere considerate per una loro inclusione nel testo finale del DDL Capitali.