



SENATO DELLA REPUBBLICA

6^a Commissione permanente (Finanze e Tesoro)

Disegno di legge n. 674

Interventi a sostegno della competitività dei capitali

Audizione

del Presidente della CONSOB

Paolo Savona

e del Direttore Generale della CONSOB

M. Antonietta Scopelliti

Roma 20 giugno 2023

Signor Presidente, Onorevoli Senatori,

Ringraziando per l'invito, procederò ad illustrare alcune considerazioni generali sul provvedimento sottoposto all'esame del Senato; mi soffermerò anche su importanti norme che interessano direttamente l'operare della CONSOB.

1. L'impianto della riforma contenuta nel disegno di legge

Innanzitutto, desidero esprimere apprezzamento per gli interventi di riforma contenuti nel disegno di legge, che recepisce ampiamente i contenuti del Libro Verde (*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*) pubblicato dal Ministero dell'economia a marzo 2022.

Tali interventi sono il frutto di un proficuo confronto tra Ministero dell'economia, CONSOB, Banca d'Italia e operatori di mercato. Tutti abbiamo lavorato per individuare soluzioni normative per il rilancio della piazza finanziaria italiana.

I lavori hanno riflesso una nuova consapevolezza collettiva della necessità di combattere il periodo di incertezza che stiamo vivendo puntando sulla crescita economica e della produttività, su programmi di sviluppo industriale sostenibile e di innovazione tecnologica.

La crescita ha, tuttavia, bisogno, per finanziare strategie di sviluppo a medio e lungo termine, di un mercato dei capitali efficiente e di dimensioni adeguate che riesca a fornire risorse finanziarie "pazienti" e interessate ai risultati industriali di medio e lungo periodo.

Le leve su cui operare - tralasciando la pur importante leva fiscale - sono affrontate dal disegno di legge e sono tre:

- accrescere la competitività dell'ordinamento nazionale attraverso una semplificazione normativa e procedurale, l'eliminazione del c.d. *gold plating* e una maggiore flessibilità e autonomia statutaria in tema di governance;
- incentivare la presenza degli investitori istituzionali sui mercati;
- diffondere l'educazione finanziaria tra i cittadini e le imprese piccole e medie.

Il contesto generale di questi anni di crisi e di incertezza ha rallentato le nuove quotazioni in tutti i mercati, anche in quelli con primati consolidati. Ovunque sono allo studio misure per agevolare l'ingresso o il ritorno delle imprese alle quotazioni.

Oggi sembrano esserci aspettative migliori e maggior fiducia nella stabilizzazione dei mercati, nella volontà di semplificazione di norme e procedure e nel possibile snellimento dei costi. In questi primi mesi del 2023 abbiamo rivisto diverse imprese tornare a rivolgersi alla borsa e ai mercati di crescita. Rimane aperto il problema dei ridotti volumi, soprattutto del mercato delle PMI (*Euronext Growth Milan*), con i conseguenti problemi di liquidità che ne derivano.

Si tratta, quindi, anche di riuscire a mobilizzare il risparmio attualmente improduttivo, o che prende altre destinazioni soprattutto per arbitraggi normativi o motivazioni fiscali, assicurandoci che le semplificazioni non riducano la tutela sostanziale degli investitori e degli azionisti di minoranza – ambiti nei quali l'ordinamento italiano si è sempre posto all'avanguardia.

Siamo chiamati a trovare un equilibrio delicato tra competitività normativa e tutela del risparmio, che coinvolge anche l'operare dell'Autorità di vigilanza.

2. Le modifiche introdotte dall'art. 17 del disegno di legge alla disciplina di cui all'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, con riferimento al risarcimento del danno

La legge n. 262 del 2005 prevede all'art. 24, comma 6-*bis*, che nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo, Banca d'Italia, CONSOB, IVASS, COVIP e Antitrust, 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.

La norma è stata introdotta (con il d.lgs. n. 303/2006, c.d. Decreto Pinza) per allineare il sistema di vigilanza italiano agli standard internazionali di *legal protection*, come allora richiesto dal Fondo Monetario Internazionale in esito alle verifiche condotte nel nostro Paese.

Tuttavia, in tempi più recenti, sia l'OCSE sia l'ESMA¹ hanno rilevato come la tutela del personale dall'Autorità di vigilanza in caso di controversie rimanga uno dei punti di debolezza dell'assetto istituzionale italiano e possa rappresentare un fattore negativo per lo sviluppo dei mercati finanziari nazionali.

Le regole in materia di responsabilità civile delle Autorità sono, a livello europeo, diverse a seconda degli ordinamenti dei singoli Stati membri, ma in molti casi sono più protettive per le Autorità rispetto a quelle italiane.

L'art. 17 del disegno di legge si propone di trovare una soluzione, modificando l'art. 24 della legge n. 262/2005, con l'introduzione di un nuovo comma 6-*ter*².

¹Si veda il rapporto dell'OCSE *Capital Market Review of Italy 2020 "Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, peraltro, richiamato nel Libro Verde sulla competitività pubblicato dal MEF nel marzo 2022 e citato nella stessa elazione sull'analisi di impatto del ddl in parola. Più recentemente, la necessità di riforma dell'attuale regime è stata segnalata anche dall'ESMA nelle raccomandazioni in esito al processo di *peer review* con riguardo ai procedimenti di approvazione dei prospetti da parte della Consob.

² In particolare l'art. 17 prevede l'introduzione del nuovo comma 6-*ter* dell'art. 24 della legge n. 262 ai sensi del quale: "*Fermo restando quanto disposto dal comma 6-*bis*, 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*

Nonostante le intenzioni, le nuove disposizioni potrebbero – per gli ampi margini interpretativi che lasciano – porsi in contrasto con gli auspicati obiettivi di semplificazione, determinando il rischio di un incremento del contenzioso nei confronti dell’Autorità e minando così l’efficienza dell’attività di vigilanza e lo stesso progetto della *Capital Markets Union*.

Queste preoccupazioni sono state confermate dai primi articoli di stampa pubblicati a commento della norma.

Per tali motivi, la CONSOB rappresenta l’esigenza di una riformulazione dell’art. 17 che, in modo coerente con le finalità complessive della riforma e nel senso auspicato dalle istituzioni internazionali, introduca utili presidi a tutela dell’attività di vigilanza, fermo restando il principio di responsabilità.

In particolare, la CONSOB propone di:

1. prevedere una riformulazione dell’art. 17 (con riferimento al nuovo comma 6-ter dell’art. 24 della legge 262), per precisare che il terzo, danneggiato da un soggetto vigilato, può agire anche nei confronti dell’Autorità di vigilanza soltanto se il danno sia conseguenza immediata e diretta della violazione di norme di diritto di competenza dell’Autorità;
2. prevedere nell’art. 17 una modifica alla disciplina dell’interruzione della prescrizione (attraverso un’integrazione al comma 6-bis del citato art. 24), in modo da evitare che atti interruttivi non rivolti nei confronti delle Autorità dilatino eccessivamente nel tempo la possibilità di esercitare azioni risarcitorie, con conseguente difficoltà e oneri per le Autorità nell’attività di programmazione finanziaria e di gestione del contenzioso (sarebbe quindi necessario prevedere la non applicabilità dell’art. 1310, comma 1, del codice civile);
3. prevedere un’ulteriore modifica dell’art. 17 volta a introdurre nei giudizi risarcitori l’istituto della surroga delle Autorità di vigilanza ai

diretta della violazione di leggi e di regolamenti sulla cui osservanza è mancata la vigilanza dell’Autorità stessa”.

componenti dei loro organi e ai dipendenti, fatta salva l'azione di rivalsa.

La CONSOB ha già sottoposto al Ministro dell'economia un'ipotesi di riformulazione della norma, che si auspica possa trovare accoglimento nell'iter parlamentare.

3. Le semplificazioni contenute nel disegno di legge

Il disegno di legge rappresenta la cornice normativa necessaria per avviare un percorso di rilancio dei mercati dei capitali. Già da tempo la CONSOB si è impegnata in tal senso negli ambiti di propria competenza, con semplificazioni e riduzione degli oneri per i soggetti vigilati.

Vanno in questo senso, ad esempio, le modifiche regolamentari varate nel 2022 per rendere più celeri i procedimenti di approvazione dei prospetti e consentire l'utilizzo della lingua inglese (facoltà già esercitata da alcune imprese). È stata eliminata la fase di verifica preliminare della completezza dell'istanza, non contemplata dalla normativa europea, e sono stati ridotti i documenti da trasmettere all'Autorità. È stata, poi, confermata la possibilità per gli emittenti e per gli offerenti di sottoporre preliminarmente alla CONSOB questioni di particolare rilevanza, per favorire la celerità dell'istruttoria successiva.

A fine marzo abbiamo anche completato un ampio riordino degli atti di *soft law*, per agevolare gli operatori ed eliminare profili di *gold plating*. Sono state aggiornate e raccolte in un unico documento - disponibile anche in lingua inglese - le comunicazioni emanate nel corso degli anni.

Per quanto riguarda il disegno di legge, si accolgono con favore le modifiche che consentono la dematerializzazione delle quote di PMI-s.r.l. (**art. 3**), che favoriranno lo sviluppo del *crowdfunding* in Italia.

Anche la riforma della disciplina applicabile alle società emittenti strumenti finanziari diffusi (**art. 4**) è da tempo auspicata dalla CONSOB. La disposizione elimina gli emittenti diffusi dal perimetro di vigilanza della CONSOB, mantenendo ferma l'applicazione delle disposizioni del codice civile previste per le società che fanno appello al mercato dei capitali di rischio.

L'intervento elimina, quindi, uno scalino normativo tutto italiano fondato sull'estensione di regole speciali, previste per le società quotate, anche a società non quotate. Viene meno una categoria "ibrida", che non trova riscontro nel quadro normativo europeo, nel quale sono regolamentate le sole società che hanno strumenti finanziari quotati nel mercato regolamentato o negoziati su sedi di negoziazione (MTF, OTF).

In termini di impatti, in base alle comunicazioni trasmesse alla CONSOB, la norma riguarda 58 società, delle quali oltre la metà sono soggetti già assoggettati a un regime di vigilanza, ovvero banche (30) o imprese di investimento (1).

Vi sono poi una serie di interventi – che la CONSOB ha condiviso durante i lavori presso il MEF - che riguardano la disciplina delle società quotate e che riducono gli oneri connessi alla quotazione, eliminando alcune disposizioni nazionali più restrittive rispetto a quanto previsto dalla disciplina europea.

Tra queste, per la loro rilevanza, si ricordano:

- l'innalzamento (da 500 milioni a 1 miliardo di euro) della soglia di capitalizzazione rilevante ai fini della qualifica di PMI (**art. 2**), che consentirà alle società quotate di beneficiare di una maggiore flessibilità offerta dalle disposizioni del TUF in materia di OPA e assetti proprietari;
- la semplificazione delle procedure di ammissione a quotazione (**art. 9**);

- l'abrogazione dell'obbligo di segnalazione delle operazioni effettuate dagli azionisti di controllo (**art. 11**).

Un'altra rilevante modifica contenuta nel disegno di legge è quella che consente di conferire a un gestore di portafogli il potere di esercitare i diritti di voto per più assemblee, in luogo di una singola assemblea (**art. 16**). Tale disposizione dovrebbe favorire l'esercizio dei diritti di voto connessi a strumenti finanziari dei clienti gestiti da un intermediario, favorendo una più ampia partecipazione assembleare.

Sempre in materia di assemblee, una particolare attenzione merita la disposizione che prevede che le assemblee di società quotate, se previsto dallo statuto, si possano svolgere esclusivamente tramite il rappresentante designato dalla stessa società (**art. 12**); tale disposizione incide, infatti, sui diritti degli azionisti e sulla partecipazione assembleare³ e non appare in linea con i principi ispiratori della direttiva c.d. *Shareholders Right* (2007/36/CE).

La direttiva, infatti, contiene disposizioni volte ad agevolare, ampliandole, le possibilità di partecipazione e di esercizio del diritto di voto da parte del socio, prevedendo la delega del voto come una facoltà rimessa alla scelta del singolo ed escludendo la possibilità di porre limiti nella scelta del delegato⁴. Peraltro, non risultano norme analoghe a quella proposta in nessun altro ordinamento dell'UE e di altri paesi comparabili.

³Tale disposizione è già stata introdotta nell'ordinamento nazionale tra gli strumenti per far fronte, da un lato, alle esigenze di distanziamento dettate dalla emergenza epidemiologica da Covid-19 e, dall'altro, garantire il regolare funzionamento degli organi sociali (art. 106 del d.l. 18/2020, c.d. "Cura Italia"). La previsione in parola è stata poi successivamente prorogata sino al 31 luglio di quest'anno, da ultimo con il Decreto Milleproroghe.

⁴ L'art. 1 della Direttiva SHR ("*Oggetto e ambito di applicazione*") al comma 1 prevede: "*La presente direttiva stabilisce i requisiti relativi all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti conferiti dalle azioni con diritto di voto in relazione alle assemblee generali di società aventi sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro. Inoltre, stabilisce obblighi specifici al fine di promuovere l'impegno degli azionisti, in particolare nel lungo periodo. Tali obblighi specifici si applicano in relazione all'identificazione degli azionisti, alla trasmissione delle informazioni, all'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti, alla trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, alla remunerazione degli amministratori e alle operazioni con parti correlate*".

Proprio in quest'ottica, l'art. 10 della Direttiva citata, in materia di deleghe di voto, stabilisce al par. 1 che "*ciascun azionista ha il diritto di designare una persona fisica o giuridica come rappresentante incaricato di intervenire e votare a suo nome in assemblea. ... A parte il requisito che il rappresentante abbia capacità giuridica, gli Stati membri abrogano le norme giuridiche che limitano, o consentono alle società di limitare, l'idoneità di persone a essere designate come rappresentanti*" [sottolineato aggiunto].

Per quanto riguarda la reintroduzione fino al 30 aprile 2025 delle misure emergenziali che agevolano le operazioni di aumento di capitale, in termini di *quorum* deliberativi e facoltà di conferimenti in natura con esclusione del diritto di opzione (**art. 8**), la CONSOB ha già richiamato nel 2021 l'attenzione degli emittenti quotati sulla necessità di fornire al mercato, in tali casi, una maggiore informativa.

Merita, infine, considerazione la previsione che incrementa da tre a dieci il numero dei diritti di voto che può essere assegnato, per statuto, a ciascuna azione a voto plurimo (**art. 13** che modifica l'art. 2351, quarto comma, del codice civile).

Va rilevato come i sistemi che prevedono un diritto di voto multiplo siano ormai ampiamente diffusi negli ordinamenti degli Stati membri. Va in questo senso anche la proposta di direttiva, attualmente in corso di negoziato (nel cd pacchetto *Listing Act*), volta a consentire l'adozione di tali sistemi da parte delle società che intendono accedere ai mercati di crescita per le PMI. Il voto multiplo, infatti, potrebbe incentivare il ricorso al mercato da parte di società di ridotte dimensioni, fornendo uno strumento di stabilità all'assetto proprietario e decisionale.

La proposta europea prevede anche che alla possibilità di emettere azioni a voto plurimo siano associate alcune misure di tutela delle minoranze (ad esempio: la previsione di un tetto massimo al moltiplicatore definito anche in rapporto al capitale sociale; limiti al trasferimento ovvero clausole di decadenza del voto multiplo in caso di trasferimento; limiti temporali assoluti).

In Italia già dal 2014, a seguito della riforma dell'art. 2351 del codice civile, è consentito alle società non quotate l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo che possono permanere anche dopo l'eventuale ammissione a quotazione.

La CONSOB condivide, quindi, l'opportunità di una riforma della disciplina vigente in materia, procedendo anche verso una maggiore

convergenza a livello europeo, pur ribadendo l'importanza di alcuni presidi a tutela delle minoranze.

Appare, infatti, necessario rilevare che la previsione di misure a favore degli aumenti di capitale, in combinato disposto con la citata proposta di estendere da tre a dieci i diritti di voto connessi alle azioni a voto plurimo, amplifica il rischio di limitare i diritti di *voice* delle minoranze, comportando la sostanziale capacità del socio di maggioranza, che risulti anche in possesso di azioni a voto plurimo, di far approvare una delibera assembleare di aumento di capitale esclusivamente con il proprio voto favorevole. Un tale effetto appare particolarmente critico con riferimento all'approvazione di operazioni di ricapitalizzazione con esclusione del diritto di opzione a favore di parti correlate.

Emerge, inoltre, l'esigenza di "adattare" la normativa in materia di OPA obbligatoria, con particolare riferimento alla determinazione del prezzo dell'OPA in caso di emissione di azioni a voto plurimo. Ciò al fine di assicurare adeguate tutele a favore dei soci di minoranza, nel caso in cui il pacchetto di controllo costituito da azioni a voto plurimo venga ceduto ad un prezzo che incorpora un premio di maggioranza.

In tal caso, sulla base del quadro normativo vigente, potrebbe verificarsi un effetto distorsivo per cui gli azionisti detentori di azioni a voto singolo riceverebbero un corrispettivo dell'OPA obbligatoria (pari al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi, ai sensi del secondo comma dell'art. 106 del TUF) senza beneficiare della distribuzione del premio di maggioranza.

Al riguardo, andrebbe valutata l'opportunità di intervenire a livello normativo al fine di tutelare gli azionisti di minoranza sotto tale profilo, ad esempio modificando la norma del TUF sulla determinazione del prezzo dell'OPA, oppure prevedendo limitazioni al trasferimento delle azioni a voto multiplo o casi di decadenza del voto multiplo al venir meno della titolarità da parte del titolare originario o decorso un determinato periodo di tempo (c.d. *sunset clause*), in linea con quanto previsto in altri ordinamenti.

4. Le modifiche ai poteri di vigilanza e sanzionatori della CONSOB

In materia di poteri, la CONSOB accoglie con favore le misure del disegno di legge volte al contrasto dell'attività pubblicitaria, purché limitata al perimetro di vigilanza di competenza CONSOB (**art. 19**).

Oggi, la CONSOB interviene quando rileva lo svolgimento di servizi e attività a titolo abusivo, ordinando di porre fine alla violazione, pubblicando *warning* per gli investitori e richiedendo l'oscuramento dei siti internet.

In ultimo, si esprime apprezzamento per l'inserimento nell'**art. 20** del disegno di legge di disposizioni di modifica del TUF che consentono ai soggetti vigilati di assumere "impegni" per superare ipotesi di violazioni riscontrate dall'Autorità di vigilanza, analogamente a quanto già previsto nel settore della tutela della concorrenza.

Tali disposizioni consentiranno alla CONSOB, valutata la gravità delle violazioni ipotizzate, di chiudere il procedimento sanzionatorio se il soggetto interessato si impegna ad adottare comportamenti positivi e verificabili, idonei a rimuovere le conseguenze dell'illecito e a ristorare gli eventuali danni cagionati.

L'introduzione di tale istituto contribuirà, quindi, ad instaurare un dialogo costruttivo fra l'autore del potenziale illecito e l'Autorità, con un effetto deflattivo del contenzioso e, al contempo, incentivando l'adozione di misure che prevengono o eliminano le conseguenze negative della condotta.

Si tratta di un passo in avanti verso l'allineamento dell'ordinamento nazionale a quanto previsto negli altri paesi europei.

Con obiettivi analoghi, potrebbero essere inserite nel disegno di legge ulteriori disposizioni in materia di transazioni ("*settlement*") nei procedimenti sanzionatori di competenza della CONSOB. Si tratta di un istituto diffuso nei principali ordinamenti europei, e previsto anche a livello nazionale ad

esempio per l'AGCM, che consente una definizione rapida ed efficace dei procedimenti sanzionatori senza pregiudicare la deterrenza del sistema di *enforcement*. Il meccanismo premiale per la parte che aderisce alla transazione è in genere rappresentato da una riduzione della sanzione pecuniaria applicabile e comporta la rinuncia all'impugnativa dell'accordo.

L'intervento normativo potrebbe stabilire i principi generali e rinviare alla potestà regolamentare della Consob la definizione delle modalità operative. In particolare, potrebbero essere normati i tempi di svolgimento della procedura transattiva, nonché l'entità della riduzione che, si ritiene, non dovrebbe superare il 30% della sanzione originaria.

5. L'educazione finanziaria

Vi sono infine importanti disposizioni che riguardano il potenziamento dell'educazione finanziaria (**art. 21**).

Tali disposizioni prevedono alcune modifiche alla legge n. 92/2019 volte ad inserire l'educazione finanziaria, con particolare riferimento alla finanza personale, al risparmio e all'investimento, nell'ambito dell'educazione civica. Si vuole così contribuire alla divulgazione, già a livello scolastico, delle competenze necessarie ad acquisire una maggiore consapevolezza dei rischi e delle opportunità finanziarie. Si accoglie con grande favore questa innovazione che potrebbe contribuire nel tempo a colmare il divario di competenze che colloca i cittadini italiani in una posizione di forte svantaggio nel confronto internazionale. La norma consente anche di potenziare il lavoro sin qui realizzato dal Comitato per l'educazione finanziaria e dalla stessa CONSOB.

Se approvato, l'articolo 21 porterà alla sottoscrizione di accordi tra il Ministero dell'istruzione e del merito, la Banca d'Italia e la CONSOB per promuovere la cultura dell'educazione finanziaria. Nell'ambito di tali accordi, potremo portare l'esperienza maturata nei progetti che abbiamo dedicato a docenti e studenti negli anni passati. In particolare, i docenti potranno essere accompagnati in uno specifico percorso formativo, che li aiuti nello sviluppo

del programma didattico e nella selezione degli strumenti da utilizzare nel corso delle lezioni.

* * *

Concludendo, la valutazione della CONSOB sul disegno di legge è positiva. Vi sono, tuttavia, alcune disposizioni che si auspica possano essere utilmente perfezionate nel corso dell'iter parlamentare. La CONSOB è naturalmente a disposizione del Parlamento a tal fine.