

Spett.le

Ministero dell'Economia e delle Finanze**Dipartimento del Tesoro**

Direzione V - Regolamentazione e Vigilanza del Sistema Finanziario

Via Venti Settembre, n. 97

00187 – Roma

Invio tramite mail all'indirizzo mercatiperlacrescita@mef.gov.it

Milano, 25 marzo 2022

Oggetto: Osservazioni al Libro Verde su “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita” del 2 marzo 2022

Ringraziando per l'opportunità di partecipare alla consultazione pubblica relativa all'oggetto, si riportano nel seguito alcuni commenti e considerazioni in ordine alle tematiche discusse nel Libro Verde e, in particolare, quelle di cui all'allegato tecnico, lettera A, volte a migliorare il processo di quotazione in Italia e rendere più efficiente l'accesso e la permanenza nei mercati, in particolare da

TLS Associazione Professionale di Avvocati e Commercialisti

Dott. Fabrizio Acerbis Dott. Franco Boga Dott. Nicola Broggi Dott. Gianni Colucci Avv. Paola Barazzetta Dott. Felice De Lillo Dott. Marco Mèulepas Dott. Claudio Valz Dott. Alessandro Caridi (LLM) Avv. Barbara Mirta Ferri Dott. Egidio Filetto Dott. Valentino Guarini Avv. Gianluigi Baroni Dott. Luca Lavazza Dott. Giovanni Marano Dott. Alessio Rolando Dott. Alessandro Di Stefano Dott. Alessandro Catona Dott.ssa Nicola Cammino Avv. Giovanni Stefanin Dott. Paolo Lucarini Dott. Roberto Spotti Dott. Ugo Cannavale Avv. Carlo Romano (PhD/LLM) Dott. Marco Vozzi Avv. Andrea Lenzi Orlandi Cardini (LLM) Dott. Pasquale Salvatore Dott. Stefano Tonetti Dott. Paolo F. Tripoli (LLM) Dott. Francesco Nuzzolo Avv. Cristian Sgarbetta Avv. Tommaso Tomainolo Avv. Pietro Buccarelli Avv. Maria Cristina Gengia Dott. Michele Gino Lenotti Avv. Stefano Cancarini Dott.ssa Alessandra Cavina Dott. Simone Guidi Dott. Simone Alessandro Marchiò	Avv. Filippo Zucchinelli Avv. Guido Ajello Dott. Roberto Azzano Avv. Flavia Barone Avv. Alvisio Becker Dott. Pietro Stefano Bertolotti Dott. Andrea Brignoli Avv. Elisabetta Caccavella Dott. Nicola Camali Dott. Alessandro Campione Dott. Andrea Brignoli Avv. Elisabetta Caccavella Dott. Nicola Camali Dott. Alessandro Campione Dott.ssa Cristina Carmosino Avv. Fabrizio Cascinelli Dott. Arturo Cassina Dott.ssa Michela Cbin Dott. Giovanni Coniglio Dott. Angelo Conte Dott. Antonio Cutini Avv. Salvatore Cuzzocrea Dott. Giorgio De Capitani Dott. Daniele Di Michele Avv. Annalisa Di Ruzza Avv. Anna Di Vito Dott.ssa Carmela Etorre Dott.ssa Francesca Falcone Dott. Giovanni Falitta Avv. Michele Fava Dott. Mario Joseph Femino/ Dott. Claudio Ferone Dott.ssa Gabriella Forza Dott. Luca Franceschini Dott. Emanuele Franchi Avv. Davide Frau Dott. Gianluca Gabellini Avv. Edgardo Gagliardi Prof. Avv. Alberto Gallarati Avv. Chiara Giannella (LLM) Avv. Michele Giuliani (LLM) Dott.ssa Marta Gai Dott.ssa Raffaella Maria Graziano	Dott.ssa Chiara Grechi (PhD) Dott. Davide Guerzini Dott. Diego Guerreschi Dott.ssa Lara Guiotto Dott. Michele Gusmeroli (LLM) Dott.ssa Caterina Iannamurato (LLM) Dott.ssa Antonella Intuire Dott. Luca la Pietra Avv. Daniele Landi Dott. Nicola Laurenzano Dott.ssa Liana Locorotondo Dott. Fabrizio Loffredo Avv. Marco Longobardi Dott. Riccardo Lorenzon Avv. Amelie Mammone Dott. Sammel Marinelli Avv. Giorgio Carmelo Massa Dott. Stefano Merli Dott. Paolo Micciani Dott. Luigi Mira Dott. Rocco Mottolose Dott. Marco Napolitano Dott.ssa Lucia Pagliari Dott.ssa Mia Pasini Dott.ssa Vitalba Passarelli Dott. Ivan Paviglianiti Dott. Leonardo Penna Dott.ssa Piera Penna Dott. Gabriele Pierini Dott. Giuseppe Pignoli Dott. Fabio Piroloci (PhD/EMBA) Avv. Francesco Pizzo Dott.ssa Marta Enrica Primavasi Dott.ssa Elena Robicci Dott.ssa Federica Rossi Dott. Luigi Pio Rutigliano Dott. Marco Ruzza Avv. Luca Sogliano Dott.ssa Daria Salari	Avv. Selena Santilioni Dott.ssa Nancy Saturnino Cons. Lav. Marzio Scaglioni Dott.ssa Serena Irene Scalabrini Avv. Daniele Seliceto Avv. John Sheketa Avv. Francesca Tironi Dott. Angelo Tubelli Dott. Simone Varini Dott.ssa Rosanna Vergani Dott. Dario Vio Dott. Mario Volpe (LLM) Dott. Maurizio Zama Dott.ssa Michela Zampiccoli Dott.ssa Alessia Angela Zanato Avv. Mario Zanin Dott.ssa Claudia Zedda Avv. Ilaria Zingali Dott.ssa Erika Andreani Avv. Valeria Andreati Dott.ssa Hanna Yuliana Arellano Avv. Ivan Arrotta Avv. Pamela Balice Avv. Romina Ballance Dott.ssa Lavinia Barberini Dott.ssa Gaia Bassaga Dott. Andrea Werner Beilin Dott. Massimo Bellasio Dott. Andrea Bellini Dott. Fabio Beolchi Dott. Edoardo Brami Dott.ssa Daniela Brenna Dott.ssa Valentina Caldiroli Avv. Flavia Calò Avv. Antonella Carlucci Avv. Michele Carminati Dott.ssa Mara Carrano Dott. Gianpiero Catuscogli Cons. Lav. Rosaria Cera	Dott. Stefano Chiararomonte Dott.ssa Alessandra Codogno Dott. Roberto Colatorti Dott. Stefano Colla Avv. Daniele Costantino (PhD) Dott.ssa Mariangela Vittoria Cotali Dott.ssa Federica Crestani Avv. Giovanni Cumella Avv. Francesco Della Scala Avv. Federico De Luca Dott. Dario Vio Dott.ssa Nicola Simona Di Grazia Dott. Angelo Di Stani Dott.ssa Ludovica Diomedi Dott. Giuseppe Falduto Avv. Mario Zani Dott.ssa Claudia Zedda Avv. Ilaria Zingali Dott.ssa Erika Andreani Avv. Valeria Andreati Dott.ssa Hanna Yuliana Arellano Avv. Ivan Arrotta Avv. Pamela Balice Avv. Romina Ballance Dott.ssa Lavinia Barberini Dott.ssa Gaia Bassaga Dott. Andrea Werner Beilin Dott. Massimo Bellasio Dott. Andrea Bellini Dott. Fabio Beolchi Dott. Edoardo Brami Dott.ssa Daniela Brenna Dott.ssa Valentina Caldiroli Avv. Flavia Calò Avv. Antonella Carlucci Avv. Michele Carminati Dott.ssa Mara Carrano Dott. Gianpiero Catuscogli Cons. Lav. Rosaria Cera	Dott. Jacopo Meregalli Dott. Matteo Merli Dott. Gian Maria Minnella Dott.ssa Eleria Bojachi Avv. Giovanni Bombaglio Dott.ssa Italia Cammisia Avv. Letizia Carrara Avv. Monica Paladino Avv. Fabrizio Palmieri Dott.ssa Angela Di Gennaro Dott. Tommaso Perri Dott. Sandro Pittini Dott. Andrea Ponzicelli Dott.ssa Lucia Positano Dott. Davide Ferro Dott. Luca Purpura Dott. Mario Rendo Dott.ssa Francesca Ruscilla Dott. Corrado Scelba Avv. Davide Settembre Avv. Valentina Siciliani Dott. Paolo Sommi Dott.ssa Manuela Sorbara Dott.ssa Eva Sorgato Avv. Giulio Spalazzi Avv. Fabrizio Temuta (PhD) Avv. Pamela Terazzi Dott. Andrea Grimaldi Dott. Guido Bruno Guidi Dott.ssa Claudia Lombardi Avv. Riccardo Lipari Avv. Riccardo Lonardi Dott. Simone Longano Avv. Severio Mainini Dott. Giovanni Marra Dott. Alessandro Marzorati Dott. Fabio Mastrospasqua Dott.ssa Stefania Medda Dott. Raffaele Menzione	Dott.ssa Sara Zepolla Cons. Lav. Alessandro Arace Dott. Giacomo Belluzzi Dott.ssa Eleria Bojachi Avv. Giovanni Bombaglio Dott.ssa Italia Cammisia Avv. Letizia Carrara Avv. Monica Paladino Avv. Fabrizio Palmieri Dott.ssa Angela Di Gennaro Dott. Tommaso Perri Dott. Sandro Pittini Dott. Andrea Ponzicelli Dott.ssa Lucia Positano Dott. Davide Ferro Dott. Luca Purpura Dott. Mario Rendo Dott.ssa Francesca Ruscilla Dott. Corrado Scelba Avv. Davide Settembre Avv. Valentina Siciliani Dott. Paolo Sommi Dott.ssa Manuela Sorbara Dott.ssa Eva Sorgato Avv. Giulio Spalazzi Avv. Fabrizio Temuta (PhD) Avv. Pamela Terazzi Dott. Andrea Grimaldi Dott. Guido Bruno Guidi Dott.ssa Claudia Lombardi Avv. Riccardo Lipari Avv. Riccardo Lonardi Dott. Simone Longano Avv. Severio Mainini Dott. Giovanni Marra Dott. Alessandro Marzorati Dott. Fabio Mastrospasqua Dott.ssa Stefania Medda Dott. Raffaele Menzione
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Of course!

Milano • Piazza Tre Torri 2 • 20145, Italia • Tel. +39 02 916051 • Fax +39 02 91605000 | Bari • 70122, Via Abate Gimma 72 • Tel. +39 080 5640211 • Fax +39 080 5640299 - 70124, Via Papa Pio XII 60 • Tel. +39 080 5044444 • Fax +39 080 5619024 | Bergamo • 24121, Largo Belotti 5 • Tel. +39 035 229691 • Fax +39 035 2296925 | Bologna • 40126, Via Angelo Finelli 8 • Tel. +39 051 6167711 • Fax +39 051 6167799 | Brescia • 25121, Viale Duca d'Aosta 28 • Tel. +39 030 3697601 • Fax +39 030 3697690 | Firenze • 50121, Viale Antonio Gramsci 15 • Tel. +39 055 2482911 • Fax +39 055 2482999 | Napoli • 80121, Via dei Mille 16 • Tel. +39 081 716141 • Fax +39 081 7161450 | Novara • 28100, Via Fratelli Rosselli 28 | Padova • 35138, Via Vicenza 4 • Tel. +39 049 873421 • Fax +39 049 8734299 • 35137, Galleria dei Borromeo 4 | Palermo • 90141, Via Marchese Ugo 60 • Tel. +39 091 6268669 • Fax +39 091 301321 | Parma • 43121, Viale Tanara 20/A • Tel. +39 0521 275911 • Fax +39 0521 781844 | Roma • 00154, Largo Angelo Fochetti 29 • Tel. +39 06 5717851 • Fax +39 06 57178557 | Torino • 10122, Corso Palestro 10 • Tel. +39 011 592271 • Fax +39 011 5922777 | Trento • 38121, Viale Della Costituzione 33 | Treviso • 31100, Viale Gian Giacomo Felissato 90 • Tel. +39 0422 425611 • Fax +39 0422 425699 | Varese • 21100, Via Albuzzi 43 • Tel. +39 0332 285039 • Fax +39 0332 284474 | Verona • 37135, Via Francia 21/C • Tel. +39 045 8051411 • Fax +39 045 8051499

Codice Fiscale e Partita IVA 12142310155 | e-mail: <nome>.<cognome>@pwc.com

TLS Associazione Professionale di Avvocati e Commercialisti is a member firm of PricewaterhouseCoopers International Limited, each member firm of which is a separate legal entity

parte delle piccole e medie imprese (il “**Libro Verde**”).

* * *

1. Ammissione alla negoziazione

Al fine di garantire regimi informativi differenziati e proporzionati per differenti tipologie di emittenti ed emissioni, il Regolamento (UE) 2017/1129 (“**Regolamento Prospetto**”) ha introdotto, *inter alia*, il regime di informativa semplificata per le emissioni secondarie.

Come si evince dai Considerando 49 e 50 al medesimo e osservato dall’Autorità in occasione della consultazione avviata con riferimento alle modifiche al Regolamento Emittenti per l’adeguamento al Regolamento Prospetto¹, la ragione dell’introduzione di un regime informativo semplificato per le emissioni secondarie si rinviene nell’opportunità di ridurre i tempi di predisposizione e i costi associati alla redazione del prospetto, per quegli emittenti che siano quotati sui mercati di crescita per le PMI o sui mercati regolamentati da almeno 18 mesi.

La ridotta mole di informazioni richieste, con particolare riguardo al contenuto del documento di registrazione e della nota informativa del prospetto per le emissioni secondarie, che pur conserva la struttura di un prospetto *standard*, si giustifica alla luce della circostanza che i soggetti che possono avvalersi di tale regime siano soggetti ad adeguati obblighi di informativa continua previsti dal Regolamento (UE) 596/2014 (“**MAR**”) e/o la Direttiva 2004/109/CE (“**Direttiva Transparency**”), i quali rendono meno pressante l’esigenza di un prospetto ordinario per le offerte al pubblico e le ammissioni alla negoziazione in un mercato regolamentato.

A quasi cinque anni dall’entrata in vigore del Regolamento Prospetto, nel panorama italiano si rileva un crescente – se pur moderato – ricorso alle emissioni secondarie da parte di emittenti quotati su mercati di crescita per le PMI (in particolare Euronext Growth, già AIM Italia) al fine di ottenere il transito sul mercato regolamentato Euronext Milan (c.d. *translisting*). Sarebbe auspicabile che questo fenomeno, come anche rilevato nel Libro Verde oggetto di Consultazione, costituisca la prassi per le società quotate sui mercati di crescita per le PMI, i quali assolverebbero dunque meglio la funzione di piattaforme di sviluppo cui sono – almeno nelle intenzioni del legislatore europeo – deputati.

¹ Si tratta della Consultazione avviata da Consob l’8 ottobre 2021 e conclusasi l’8 novembre 2021 in materia di “*Modifiche al Regolamento Emittenti per l’adeguamento alle disposizioni in materia di prospetto alle nuove norme introdotte dal regolamento (UE) 2019/2115, in materia di promozione e uso dei mercati di crescita per le PMI, dal Regolamento (UE) 2021/337, che introduce il prospetto UE della ripresa, e dal decreto legislativo 2 febbraio 2021, n. 17, di attuazione nell’ordinamento nazionale del regolamento prospetto*”

Alla luce di quanto sopra, si accolgono con favore le proposte avanzate nel Libro Verde circa la necessità che vengano semplificate le vigenti procedure di *translisting*, laddove ci si augura una semplificazione della disciplina prevista dal gestore del mercato per il passaggio da Euronext Growth Milan (AIM Italia) a Euronext Milan (MTA) affinché tali emittenti non debbano sostenere costi di *compliance* eccessivi.

Se è vero infatti che uno snellimento della documentazione di offerta è stata prevista dal legislatore europeo, all'introduzione del c.d. prospetto semplificato non è seguita una semplificazione – con riferimento al mercato dei capitali italiano – per quanto riguarda il procedimento di quotazione previsto dalle disposizioni regolamentari dei gestori dei mercati (nel caso specifico, nel regolamento dei mercati di Borsa Italiana).

Un intervento in tal senso potrebbe, a parere di chi scrive, valorizzare nel corso del processo di *translisting* il ruolo dell'Euronext Growth Advisor il quale, in virtù della relazione instaurata con l'emittente e del proprio ruolo di interlocutore con Borsa Italiana, potrebbe fungere da “cinghia di trasmissione” con lo Sponsor nominato ai sensi del Regolamento Mercati di Borsa – efficientando pertanto il processo sia in termini di trasferimento di *know how* che di speditezza dei tempi.

Circa l'opportunità dell'introduzione di un “*fast track*” del procedimento autorizzatorio in Consob per ridurre i tempi di approvazione del prospetto relativo alle emissioni secondarie, si segnala che la disciplina prevista dall'articolo 20 del Regolamento Prospetto appare già potenzialmente idonea ad ottenere l'approvazione del prospetto in tempi relativamente brevi (*i.e.* venti giorni lavorativi). A questo proposito si concorda con quanto osservato nel Libro Verde circa l'opportunità di favorire l'istituto del *prefiling* – con riferimento al quale si rinvia alle considerazioni che sono svolte nel prosieguo del presente contributo – sfruttando l'opportunità di aprire un confronto dialettico con l'Autorità su singole frazioni del prospetto, al fine di addivenire al *filing* formale di un documento già condiviso nelle sezioni principali.

2. Disciplina del Prospetto

Con riferimento a quanto affermato nel Libro Verde in merito all'esigenza di semplificazione e razionalizzazione della disciplina del prospetto (in termini di dimensione, contenuto e processo approvativo), al fine di rendere più attraente per le imprese l'accesso e la permanenza nei mercati regolamentati e, nel contempo, fornire agli investitori un'informativa più chiara e rispondente alle effettive esigenze connesse all'assunzione di scelte di investimento, si concorda nel ritenere che il prospetto informativo per l'ammissione alla quotazione e l'emissione di strumenti finanziari, per

contenuto e dimensioni, dovrebbe risultare in un’informativa concisa, agevolmente fruibile e intellegibile sia per gli investitori al dettaglio che per i grandi investitori.

Quanto alle dimensioni, i dati empirici² rilevano come – con particolare riferimento alla lunghezza dei documenti di offerta – i prospetti risultano in Italia più corposi rispetto a quelli degli altri principali stati membri dell’Unione Europea, peraltro non in modo proporzionato alla dimensione della società emittente (misurata secondo la capitalizzazione del mercato della stessa)³.

A tal proposito, ci si chiede se la proposta di intervenire mediante l’emanazione di apposite linee guida ex articolo 20, comma 7, del Regolamento Prospetto al fine di individuare il limite alla lunghezza del prospetto IPO in un massimo di 300 pagine – ferme restando le apposite eccezioni, autorizzate su richiesta dell’emittente stesso, quali ad esempio le ipotesi di società che presentino una storia finanziaria complessa – sia confacente al raggiungimento dello scopo.

Nel condividere le finalità della suddetta proposta, si auspica che l’intervento di Consob si espliciti nell’emanazione di raccomandazioni aventi carattere propulsivo ma non vincolante, lasciando eventualmente agli emittenti la possibilità di discostarsene secondo il principio “*comply or explain*”, ciò in quanto l’approccio contrario potrebbe costituire:

- una disparità di trattamento degli emittenti del mercato nazionale rispetto agli altri emittenti europei – ciò in contrasto con il divieto di *gold plating* – laddove le altre Autorità nazionali competenti non prevedano limitazioni analoghe;
- possibili incertezze applicative nella definizione ed individuazione delle ipotesi di esenzione delle suddette limitazioni – nonché nella definizione della relativa procedura autorizzativa di esenzione; e
- ulteriori oneri per gli emittenti che – in virtù della complessità di alcuni fattori caratterizzanti la loro attività ovvero la loro storia finanziaria – necessitino di predisporre un prospetto che superi il limite di pagine previsto, così rallentando il processo autorizzativo del prospetto.

² Indagine condotta nell’ambito delle Osservazioni di Assonime e Confindustria al documento di consultazione Consob per l’adeguamento al Regolamento (UE) 2017/1129, relativo al prospetto, del marzo del 2019

³ Come evidenziato nell’Allegato 2 delle Osservazioni di Assonime e Confindustria, “In Italia la dimensione media è superiore alle 800 pagine a fronte di circa 400 in Francia, Germania e Spagna e di circa 250 in Olanda. Guardando ai valori mediani si ottengono risultati pressoché identici. La dimensione minima in Italia è superiore a 550 pagine a fronte di circa 200 pagine in Francia, Germania e Spagna e circa 100 in Olanda. La dimensione massima supera in Italia le 1300 pagine, quattro volte maggiore che in Olanda e il doppio degli altri paesi. La dimensione dei prospetti non varia in Italia in funzione della dimensione della società emittente (misurata dalla capitalizzazione del mercato) mentre cresce negli altri paesi. Ne deriva che la dimensione media dei prospetti italiani rispetto a quella degli altri paesi è particolarmente elevata per le società piccole (sotto 150 milioni di capitalizzazione), pari a circa il triplo e nelle società medie (con capitalizzazione compresa tra 150 milioni e un miliardo), pari poco più del doppio, mentre è meno accentuata per le società grandi (sopra 1 miliardi di capitalizzazione) pari a circa il 75%”.

In secondo luogo, con riferimento al contenuto del prospetto informativo – in linea con quanto affermato nel Libro Verde – si ritiene di dover condividere l’approccio del Parlamento europeo e del Consiglio di cui al Considerando 7 del Regolamento (UE) 2021/337 del 16 febbraio 2021 per quanto riguarda il prospetto UE della ripresa, nell’ambito del quale si esprime l’opportunità che la Commissione, nel contesto del riesame della disciplina vigente, consideri di integrare negli schemi di prospetto informativo le informazioni relative alla sostenibilità, ormai essenziali ed ineludibili per gli investitori.

Ed infatti, il processo di semplificazione e razionalizzazione della disciplina del prospetto informativo, ancorché da realizzarsi in virtù dei principi di chiarezza e comprensibilità, non dovrebbe estrinsecarsi in un pregiudizio alla completezza del prospetto stesso, in quanto ciò risulterebbe lesivo della *ratio* informativa sottesa alla disciplina predisposta a tutela degli investitori soprattutto con riferimento a quelle tematiche per le quali gli investitori e gli enti creditizi manifestano interesse.

Da ultimo, circa gli interventi auspicabili in merito al processo approvativo, si reputa conveniente evidenziare l’opportunità dell’allineamento dei termini di approvazione del prospetto con la legislazione europea nonché condivisibile il lavoro di razionalizzazione operato da parte di Consob, in ottica di chiarezza e completezza, quanto al contenuto degli Allegati 1A e 1C del Regolamento Emittenti, ove l’Autorità – al fine di scongiurare onerose duplicazioni – ha proposto semplificazioni delle informazioni richieste, qualora già contenute all’interno della bozza del prospetto.

Si coglie inoltre l’occasione per sottolineare nuovamente l’opportunità di implementare l’istituto del *prefiling* attraverso l’emanazione, anche in tale contesto, di apposite linee guida da parte di Consob in ordine all’istituto, allo scopo di chiarire la procedura e gli elementi informativi utili all’Autorità ai fini dell’esame preliminare e condividere in linea di massima le tempistiche funzionali ad eseguire il *filing* definitivo anche in considerazione dei commenti generali e/o puntuali sulla documentazione ricevuti da parte della Commissione nell’ambito e/o all’esito del processo di *prefiling*.

Si valuta infine positivamente la possibilità di estendere l’utilizzo della lingua inglese per la redazione del prospetto relativo alle offerte per le quali l’Italia risulti lo Stato membro d’origine e che siano svolte in tutto o in parte nel territorio nazionale laddove – qualora l’emittente decida di avvalersi della lingua inglese per la redazione del prospetto – tale scelta linguistica sia temperata dalla redazione della nota di sintesi in italiano al fine di salvaguardare la tutela informativa degli investitori al dettaglio. Invero, l’ampliamento del regime linguistico adottabile faciliterebbe

l'accesso degli emittenti anche ai mercati degli altri Stati membri dell'Unione europea e renderebbe gli emittenti italiani più competitivi nel mercato europeo.

3. Disciplina delle società quotate

Con riferimento alla disciplina delle società quotate, si valuta con favore l'opportunità di sviluppare una riflessione circa la sua possibile implementazione, in particolare con riguardo alle previsioni normative che consentono un potenziamento dei diritti di voto, relativamente alle quali si rendono necessarie alcune considerazioni.

Nell'ordinamento nazionale la possibilità di emettere azioni a voto plurimo è contemplata solo per le società non quotate ai sensi dell'art. 2351, comma 4 del codice civile. Tuttavia, tale limitazione è contemperata dalle previsioni di cui all'art 127- *sexies*, commi 2 e 3 del TUF, in forza delle quali le azioni a voto plurimo emesse in un momento anteriore alla quotazione in un mercato regolamentato possono mantenere le medesime caratteristiche e gli stessi diritti. Peraltro, al fine di mantenere invariato il rapporto tra le differenti categorie di azioni – salvo diverse previsioni statutarie – il comma 2 dell'art.127-*sexies* TUF consente altresì che le società che abbiano emesso azioni a voto plurimo in un momento antecedente l'avvio delle negoziazioni, ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione delle stesse, possano emettere azioni a voto plurimo dotate delle medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse, nelle circoscritte ipotesi di: (i) aumento di capitale ai sensi dell'art. 2442 c.c. ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto di opzione e (ii) fusione o scissione.

Tale contesto normativo appare funzionale a garantire la raccolta di risorse finanziarie da parte di quelle società i cui soci fondatori, interessati alla quotazione sui mercati regolamentati, non vogliano rinunciare ai vantaggi che le azioni a voto plurimo garantirebbero loro – tra gli altri la possibilità di vendere (o emettere) un numero maggiore di azioni ordinarie senza perdere il controllo della società – anche qualora ciò possa incidere sul prezzo di collocamento delle azioni in sede di offerta⁴.

Il dibattito attorno alla materia è ritornato in auge a seguito della proposta di modifica dell'istituto contenuta nella bozza di decreto legge n. 34 del 19 maggio 2020 (“**Decreto Rilancio**”)⁵, il quale

⁴ In questo senso, in dottrina, cfr. M. Sagliocca, *Azioni a voto plurimo nelle società quotate: occasione persa o soltanto rimandata?* in *Società*, 2020, 7, 789.

⁵In particolare, i commi 2 e 3 dell'articolo 45 della bozza di decreto, non comparsi nel testo definitivo, disponevano quanto segue: “2. *Gli statuti possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo ai sensi dell'articolo 2351, quarto comma, del codice civile. In deroga all'articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti non possono tuttavia disporre la maggiorazione del voto in dipendenza del possesso delle azioni in capo al medesimo soggetto o di altre condizioni non meramente potestative concernenti il titolare delle azioni, se non nel rispetto e nei limiti previsti dall'articolo 127-quinquies. 2. Ferme restando le disposizioni degli articoli 2376,2437 e*

prevedeva inizialmente di riformare *in toto* l'articolo 127-sexies del TUF per consentire l'introduzione del voto plurimo anche dopo la quotazione, controbilanciando tale possibilità mediante la previsione di un meccanismo di tutela delle minoranze assembleari, il c.d. *whitewash*⁶. Nonostante la disposizione non abbia successivamente trovato conferma all'interno del testo definitivo del Decreto Rilancio, tale proposta ha rinvigorito il dibattito intorno all'attualità del principio "*one share, one vote*".

In materia si è espresso il TESG all'interno del *Report*⁷ richiamato dal Libro Verde il quale – riportando quanto già affermato nel *Final Report* dell'High Level Forum on Capital Market Union (CMU HLF)⁸ – ha sostenuto che le società dovrebbero avere la possibilità, al momento dell'ammissione a quotazione, di emettere azioni a voto plurimo con diritto di voto variabile, purché la presenza delle stesse non vada a discapito degli investitori, ad esempio, incidendo negativamente sulla loro prerogativa di decidere in merito alle tematiche di *governance*. Al fine di non rendere permanente la presenza del beneficio attribuito dal voto plurimo, il *Final Report* contempla altresì una discrezionalità in capo alle società di prevedere una c.d. *sunset clause* che sottoponga le azioni di tale categoria all'automatica conversione in azioni ordinarie al verificarsi di specifiche condizioni quale, tipicamente, il decorrere di un lasso di tempo⁹.

Da un punto di vista comparatistico, il panorama normativo europeo in materia di potenziamento del diritto di voto appare eterogeneo senza che siano rinvenibili posizioni univoche in materia.

Alla luce di quanto sopra, pare opportuno interrogarsi su quali possano essere i vantaggi e gli svantaggi relativi alla possibilità di ammettere l'emissione senza limitazioni di azioni a voto plurimo post-quotazione nonché quali potrebbero essere le conseguenze di un siffatto intervento.

Se da un lato l'emissione di azioni a voto plurimo consentirebbe invero ai soci fondatori di mantenere il controllo della società pur detenendo un pacchetto azionario limitato, d'altra parte, la

2373 del codice civile al ricorrere dei rispettivi presupposti, la deliberazione avente ad oggetto l'introduzione di una categoria di azioni a voto plurimo è validamente approvata con le maggioranze previste dagli articoli 2368 e 2369 del codice civile, a condizione che non vi sia il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea diversi dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa, purché tali voti contrari siano almeno pari al dieci per cento del capitale sociale avente diritto a voto".

⁶ L'istituto prevede, ai fini dell'approvazione della delibera di aumento di capitale sociale con emissione di azioni a voto plurimo, che la relativa delibera debba essere approvata senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea diversi dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza anche relativa, purché tali voti contrari siano almeno pari al dieci per cento del capitale sociale avente diritto di voto.

⁷ Si veda in particolare, pag. 36 del Report del TESG.

⁸ High Level Forum on the Capital Markets Union, A new vision for Europe's Capital Markets. Final Report, 10 giugno 2020, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf

⁹ High Level Forum on the Capital Markets Union, A new vision for Europe's Capital Markets. Final Report, 10 giugno 2020 in cui si afferma, tra l'altro: "Companies should have a choice to opt for dual-class shares with variable voting rights when going public, with a sunset clause determined at the company's discretion, to the extent it does not disincentivise investors from investing in companies." Cfr. pg.66.

possibilità di emettere azioni a voto plurimo anche in un momento successivo alla quotazione consentirebbe di scongiurare quella staticità dell'assetto societario che rende poco appetibili agli investitori le società dotate di una siffatta *dual class structure*, rendendo invero quasi impossibile il verificarsi di un cambio di controllo.

Ed invero, la possibilità contemplata dal comma 2 dell'art 127-*sexies* del TUF di mantenere le azioni a voto plurimo, emesse in un momento antecedente alla quotazione, invariate nei diritti e nelle caratteristiche, appare attenuare il tenore applicativo del divieto per le società di prevedere statutariamente l'emissione di azioni a voto plurimo in un momento successivo alla quotazione. In tale contesto, il riconoscimento della discrezionalità per le società quotate di emettere azioni a voto plurimo potrebbe essere contemperato dalla previsione di alcuni presidi di tutela a favore delle minoranze quali (i) il meccanismo di *whitewash*, (ii) il riconoscimento del diritto di recesso in capo ai soci che non abbiano concorso alla delibera approvativa dell'emissione delle azioni a voto plurimo, e (iii) ove presenti, l'approvazione della proposta da parte delle assemblee speciali dei titolari di particolari categorie di azioni a di altri strumenti finanziari azionari dotati di diritti amministrativi.

Alla luce di quanto sopra si auspica un ripensamento della disciplina in materia di voto plurimo attraverso un ponderato bilanciamento tra le istanze di protezione degli azionisti di minoranza, da un lato, e la necessità di rendere il mercato nazionale più appetibile agli investitori, dall'altro, anche in considerazione dei benefici che potrebbero derivare – in linea con quanto accade nella prassi internazionale – dall'introduzione di una disciplina più flessibile in materia di voto plurimo in termini di attrattività e competitività del mercato nazionale rispetto a quello degli altri stati membri, scongiurando in tal modo possibili migrazioni degli emittenti nazionali.

* * *

Ringraziando sin d'ora per la disponibilità, restiamo a disposizione per fornire qualsiasi ulteriore chiarimento in merito alle osservazioni contenute nel presente documento.

Con osservanza,

PwC TLS Avvocati e Commercialisti

Capital Markets Legal Team