

LUCA ENRIQUES  
PROFESSOR OF CORPORATE LAW  
Faculty of Law  
University of Oxford  
[luca.enriques@law.ox.ac.uk](mailto:luca.enriques@law.ox.ac.uk)



Oxford, 17 marzo 2022

**Oggetto: Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani in supporto alla crescita”**

Il Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani in supporto alla crescita” è un’importante occasione per riflettere sulle priorità politico-legislative in materia di mercati finanziari dopo numerosi anni in cui Governi e Parlamenti hanno trascurato, salvo estemporanei interventi, questa importante materia. Premesso dunque un doveroso quanto sincero apprezzamento sia per l’iniziativa in sé sia per aver intrapreso la strada della consultazione pubblica sia per le numerose e condivisibili proposte di semplificazione e riduzione degli oneri ivi ipotizzate nel Libro Verde, desidero esprimere qualche considerazione su tre delle aree in cui sono proposti interventi di semplificazione. Mi riferisco in particolare alla prospettata abrogazione della disciplina delle comunicazioni delle operazioni in titoli in capo agli azionisti rilevanti, alla prospettata revisione della disciplina sostanziale in materia di operazioni con parti correlate e agli ulteriori passi nella direzione di una più ampia autonomia statutaria in tema di deviazioni dal principio un’azione, un voto. Si tratta di temi in cui il legislatore/policymaker è chiamato a risolvere un delicato trade-off tra l’interesse dei soci di controllo a conservare la propria posizione e ad estrarre rendite dalla medesima nella forma dei benefici privati del controllo, da una parte, e costo del capitale, dall’altro: quanto più si agevolano i primi riducendo le tutele a favore degli azionisti esterni, tanto meno questi saranno disposti a pagare le azioni di società quotate italiane. Se, com’è plausibile ritenere, non esistono meccanismi idonei ad assumere impegni credibili a non approfittare della propria posizione di potere per estrarre benefici privati del controllo, lo sconto (noto in tempi non lontani come “Italian discount”<sup>1</sup>) sarà applicato a tutte le società quotate e in via di quotazione. Al margine, ne risulterà un minor numero di imprese che prendono la via della quotazione.

---

<sup>1</sup> V. OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, 2012, p. 109.

In aggiunta alle considerazioni sulle tre materie indicate, dedicherò infine alcuni paragrafi a due ipotesi di intervento normativo, l'una di metodo, l'altra di contenuto, più direttamente funzionali all'obiettivo di favorire le quotazioni.

## **1. L'informativa sul trading degli azionisti**

Il Libro Verde afferma che “è stata condivisa l'opportunità di considerare il superamento di alcune misure di *goldplating*, quali ad esempio l'estensione delle comunicazioni di *internal dealing* agli azionisti rilevanti che continua ad emergere come una peculiarità dell'ordinamento nazionale e che non trova riscontro negli altri paesi europei, *né appare giustificata da specifiche esigenze domestiche*”<sup>2</sup>.

Ciò che appare non giustificata, tuttavia, è la mancanza a livello europeo di una disciplina che imponga agli azionisti rilevanti, come tali aventi accesso presuntivamente ad informazioni privilegiate, di comunicare le operazioni effettuate, contrariamente a quanto accade, oltre che in Italia, negli Stati Uniti e in Giappone. La disciplina in questione è volta a prevenire l'insider trading, attività nella quale tipicamente può cimentarsi tanto un amministratore quanto un socio di controllo e tale da costituire essa stessa una forma di estrazione di benefici privati del controllo<sup>3</sup>. Dato il tuttora elevato numero di società per azioni quotate che hanno un socio di controllo nel nostro Paese, anche nel confronto con le maggiori economie europee, la scelta del legislatore italiano in sede di recepimento della Direttiva sugli Abusi di Mercato, poi confermata in sede di adattamento del TUIF alla disciplina del Regolamento omonimo, pare in realtà pienamente giustificata.

Tutt'al più, ove si volesse rendere la disciplina meno onerosa, e sia pure al costo di discostarsi dal modello statunitense di riferimento (come tale il modello di disciplina familiare a una quota elevata di investitori istituzionali presenti nel capitale delle nostre società quotate), si potrebbe circoscrivere l'implicita presunzione di accesso alle informazioni privilegiate in capo ai soli azionisti di controllo, sopprimendo il riferimento altresì agli azionisti che detengono almeno il 10 per cento del capitale. Onde evitare facili elusioni, peraltro, la nozione di controllo, a rigore, dovrebbe essere invece estesa al fine di includere i casi di controllo congiunto.

## **2. La disciplina delle operazioni con parti correlate**

Il Libro Verde elenca, “tra le materie che hanno aumentato notevolmente l'onerosità dello status di quotazione”, “la disciplina sostanziale e, in particolare, il regime sanzionatorio applicabile alla disciplina ... delle operazioni con parti correlate per le società quotate”.

Al riguardo, nel condividere il riferimento critico al regime sanzionatorio in materia di operazioni con parti correlate, preme osservare come, quanto alla disciplina sostanziale,

---

<sup>2</sup> Corsivo finale aggiunto.

<sup>3</sup> Perlomeno per quanto riguarda gli acquisti di titoli. V. Atanasov, Black e Ciccotello, *Law and Tunneling*, 37 *Journal of Corporation Law* (2011), p. 1 ss., a p. 22 ss.

che incidentalmente, dieci anni fa, l'OCSE giudicò espressione di un "proportionate approach"<sup>4</sup>, sia elevato il rischio di confrontare costi facilmente quantificabili, come quelli necessari a concludere una determinata operazione nel rispetto delle procedure applicabili, con benefici di assai più difficile stima quali quelli connessi con la riduzione dell'*Italian discount*.

Ovviamente nessuna disciplina è perfetta e vi sono sempre margini di miglioramento, ma sarebbe miope considerare l'annacquamento delle disposizioni vigenti in questa materia, di sicuro non più severe di quelle che si rinvengono nei principali mercati esteri di quotazione, come strumentale allo sviluppo del mercato azionario italiano.

### **3. Deviazioni dal principio "un'azione, un voto"**

Il Libro Verde, in varie sue parti, prospetta un intervento in tema di voto plurimo. In particolare, esso parrebbe prudentemente ipotizzare un incremento del numero massimo di voti attribuibili a ciascun'azione (tre, secondo la disciplina introdotta nel 2014) "a favore delle società di possibile futura quotazione".

Si tratta di un'impostazione pienamente condivisibile: prima della quotazione, i fondatori internalizzano pienamente gli effetti delle proprie scelte in tema di allocazione dei diritti di controllo, dal momento che gli acquirenti in sede di offerta pubblica ne sconteranno gli effetti sul valore delle azioni a voto unico. Non ha senso pertanto porre limiti quantitativi per tali ipotesi.

E' essenziale, tuttavia, che sia mantenuta la scelta del legislatore del 2014 di non consentire l'emissione di azioni a voto plurimo da parte di società già quotate, in linea del resto con quanto avviene in tutti i principali ordinamenti.

Con l'occasione segnalo che, analogamente, non ha senso conservare i limiti quantitativi previsti per l'emissione di azioni a voto limitato o senza diritto di voto. Tra l'altro, per le società già quotate l'emissione di tali azioni è più rispettosa degli interessi degli azionisti di minoranza rispetto all'adozione statutaria del voto maggiorato. Purché sia concesso loro il diritto d'opzione sui titoli di nuova emissione (senza eccezioni), la loro emissione non incide negativamente sul valore delle azioni a voto pieno già emesse.

Segnalo altresì che un intervento in materia di diritti di voto e relativa alterazione per via statutaria potrebbe essere l'occasione per rivedere la scelta, chiaramente ingiustificata in un'ottica di tutela delle minoranze, di non concedere il diritto di recesso in caso di introduzione della clausola di maggiorazione del diritto di voto. Un simile intervento non avrebbe alcun effetto negativo in termini di concorrenzialità dell'ordinamento italiano, dal momento che le società che si trasferiscono all'estero per godere di norme più favorevoli in materia di diritti di voto devono concedere il diritto di recesso ai soci assenti o dissenzienti.

---

<sup>4</sup> OECD, *op. cit.*, p. 22.

Infine, e incidentalmente, una revisione della disciplina del recesso, con particolare riferimento a una più precisa individuazione delle cause di recesso, al fine di ridurre l'incertezza al riguardo, nonché al valore di rimborso delle azioni del recedente sarebbe particolarmente opportuno. In particolare, l'attuale disciplina del valore di rimborso si presta fin troppo bene al timing opportunistico da parte del socio di controllo delle operazioni che danno causa al recesso.

#### **4. Interventi di metodo e di merito per favorire le quotazioni**

Il Libro Verde concentra la propria attenzione, giustamente, sul tema di come favorire le quotazioni. In effetti, i delisting e le migrazioni verso altri ordinamenti sono fenomeni fisiologici nella misura in cui esista un mercato delle quotazioni attivo e sano, che porti regolarmente sul mercato nuove società in grado di crescere e sostituire le società che per qualunque motivo cessino di fare parte del listino.

Se questo è il fulcro dell'intervento, allora eventuali interventi di semplificazione dovrebbero applicarsi non già necessariamente a tutte le società bensì soltanto a quelle di futura quotazione, eventualmente fintantoché si mantengano al di sotto di determinate soglie dimensionali (e fermo che, caso per caso, interventi di semplificazione potrebbero essere giustificati, specialmente in caso di società medio-piccole, anche per lo stock di società già quotate). Un modello intermedio si rinviene nel regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate, che consente alle società di nuova quotazione di concedersi un "periodo di grazia" prima che ad esse si applichi l'intera disciplina. Un modello simile potrebbe essere esteso a vari istituti, preservando però l'idea che dev'essere il singolo emittente a fare una scelta di questo tipo e non già, per tutte le società, il legislatore medesimo.

Nella logica di aumentare il flusso di nuove società quotate, sarebbe utile altresì predisporre un contesto normativo favorevole al finanziamento delle società innovative ad elevato potenziale di crescita. Gli intermediari specializzati in questo settore della finanza sono, com'è noto, i fondi di venture capital. Essi, nell'esperienza nazionale di gran lunga più risalente e significativa sul piano quantitativo, quella statunitense, finanziano le start-up sulla base di complessi accordi contrattuali che costituiscono una sorta di diritto societario à la carte, tale da disciplinare la pressoché intera gamma dei rapporti tra finanziatore e impresa finanziata.

Un recente articolo di cui sono coautore con Casimiro Nigro<sup>5</sup> descrive ampiamente le difficoltà spesso insormontabili in cui le parti incorrono nel replicare nel diritto italiano le soluzioni contrattuali usate nella prassi statunitense. In particolare, l'articolo mostra come le soluzioni della prassi contrattuale americana sono in Italia quasi sempre impossibili da utilizzare senza alterazioni tali da ridurre l'efficacia (in senso non giuridico) e/o con margini molto ampi di incertezza circa la relativa validità. L'aspetto più interessante che

---

<sup>5</sup> Enriques e Nigro, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2021, p. 149 ss.

emerge dalla nostra ricerca è che in pochi casi questo è il risultato dell'applicazione di disposizioni di legge espresse (e tanto meno di norme di matrice europea): perlopiù si tratta di altrettanti esempi di un fenomeno che anni fa definii di "sclerosi interpretativa"<sup>6</sup>: si tratta cioè di vincoli frutto di interpretazioni estensive, applicazioni analogiche, casi di *analogia juris*, e così via, che portano a un tasso di imperatività del diritto societario molto più esteso di quel che risulta a prima vista e, per quel che conta, anche di quelle che erano le intenzioni del legislatore della riforma del diritto societario del 2003.

Fermo che il fenomeno della sclerosi interpretativa non riguarda solo le società non quotate bensì a maggior ragione anche quelle quotate, si tratta di un fenomeno radicato nella cultura giuridica del nostro Paese, per fronteggiare il quale non esistono soluzioni facili e immediate<sup>7</sup>. E si tratta altresì di un fenomeno in grado, come dimostra la riforma del 2003, di rendere effimeri e/o inefficaci eventuali nuovi interventi di semplificazione.

Peraltro, con specifico riferimento alla questione di come agevolare l'uso delle clausole sviluppate altrove per le operazioni di finanziamento mediante venture capital e dunque di come contribuire a favorire lo sviluppo del venture capital in Italia, una soluzione praticabile consisterebbe nell'individuare in un atto normativo primario una lista di regole che i privati possono scegliere di adottare per disciplinare i propri rapporti: il legislatore cioè metterebbe esso stesso a disposizione dei privati modelli di clausole statutarie o di patti parasociali della cui liceità non sarebbe pertanto più dato dubitare da parte degli interpreti teorici e pratici.

*Duca Enriquez*

---

<sup>6</sup> Enriquez, *Scelte pubbliche e interessi particolari nella riforma delle società di capitali*, in *Mercato concorrenza regole*, 2005, pp. 145 ss., a p. 172.

<sup>7</sup> Un approccio di lungo periodo è prospettato nello stesso Libro Verde dove, a p. 22, si ricorda opportunamente "l'importanza che tanto nella definizione quanto nell'applicazione e interpretazione del quadro normativo si tengano nella dovuta considerazione gli incentivi e deterrenti di natura economica che incidono sugli operatori economici. Questa contaminazione va perseguita non solo nella formazione dei giuristi e degli economisti, ma anche promuovendo concretamente l'operare congiunto delle due competenze negli apparati amministrativi e negli uffici giudiziari".