

## Prefazione

Il Commentario alla Legge Capitali si inserisce a buon titolo nella prestigiosa Colana delle Nuove Leggi del Diritto dell'Economia, di cui conserva lo stile e l'approccio volto a tentare una prima sistemazione di norme, mai come questa volta, tanto disparate da sembrare, se non essere, in contrasto fra di loro. Comunque, gli Autori non si sono sottratti al compito di suggerire alcune soluzioni pratiche che il mondo delle professioni e quello delle imprese attendono con urgenza.

Stiamo vivendo un periodo in cui il diritto dell'impresa è rimasto sostanzialmente immobile e imbrigliato in una serie di provvedimenti che definiremmo *ad corporatorem*, i più noti, quelli assurdi agli onori delle cronache, riguardano balneari e tassisti ma non mancano provvedimenti per la pesca o per i *dehors* di bar e ristoranti. Certo è stato approvato e più volte modificato il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ma, com'è noto, si tratta del frutto tardivo di una precedente stagione di riforme; certo, è stata data attuazione a talune direttive europee ma era "inevitabile", finalmente la Legge Capitali sembrava poter soddisfare le (pur urgenti) esigenze di riforma con un approccio sistematico.

L'aspirazione alla coerenza dell'ordinamento trae origine dal Libro verde del MEF (2022) su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", ove già si indicava l'esigenza di semplificare e razionalizzare il quadro normativo italiano per ridurre gli oneri burocratici imposti alle imprese quotate, avvalendosi di un intervento organico per aumentare la competitività del mercato nazionale dei capitali italiano e ridurre il divario rispetto ai mercati più dinamici. Tuttavia, l'impegno maggiore in tale direzione è semplicemente rinviato tramite delega al Governo concernente la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal Testo unico della finanza, nonché alcune disposizioni del codice civile e di altre leggi speciali (al riguardo, Andrea Pisaneschi osserva, fra l'altro, che nonostante il preciso dettato dell'art. 76 Cost. «gli oggetti di intervento non sono affatto definiti in quanto ampissimi»). Nell'ambito di tale delega generale ve ne sono alcune a contenuto necessario e prioritario, fra esse la necessità di «aggiornare il regime di responsabilità di cui all'articolo 24» della c.d. legge sulla Tutela del risparmio. Tale delega, infatti, assume un autonomo rilievo come si evince dal successivo art. 20, che già chiarisce che non si può agire per il risarcimento contro un'autorità di Vigilanza se non per il «danno che sia conseguenza immediata e diretta della violazione di leggi e di regolamenti» da parte della stessa Autorità (al riguardo v. le osservazioni di Gennaro Rondò).

Posto il limite temporale (in verità breve, dodici mesi) per l'attuazione della delega, c'è da chiedersi se sussistessero ragioni di urgenza tali da dovere anticipare alcune soluzioni; tanto più che i primi commentatori hanno avanzato dure critiche e conseguenti richieste di mutare o persino cancellare alcune nuove disposizioni. La valutazione negativa è stata espressa, in particolare, per ciò che concerne il rappresentante designato in assemblea, norma che, fatta passare quale semplificazione, è, invece, una vera e propria "espropriazione" ai danni dei soci di minoranza: Ugo Patroni Griffi non manca di denotare che è stato inferto «un duro colpo al dogma della democrazia azionaria». Seri dubbi sussistono anche riguardo alla c.d. lista degli amministratori: Carlo Amatucci e Giovanni Mollo paventano che «... la introduzione della clausola statutaria che riconosce al consiglio di amministrazione uscente il diritto di presentare una lista per il suo stesso rinnovo [... possa generare...] conflitti di competenze tra i diversi organi che compongono la società per azioni, suscettibile di creare disfunzioni organizzative ed eventuali danni economici alla società».

Tuttavia, come osserva Brunella Russo, la Legge Capitali compie anche «alcuni positivi passi nella direzione della semplificazione e della flessibilità normativa e dell'aumento dell'attrattività della raccolta sui mercati capitali». La semplificazione si è compiuta soprattutto attraverso alcune abrogazioni. Si sottraggono o si riducono alcuni poteri della CONSOB. 1) Quest'ultima, da un lato, non può più innalzare, oltre il 95% delle azioni acquisite con un'OPA, il limite che fa scattare l'obbligo di acquisto, potere che era in grado di «destabilizzare l'architettura globale della disciplina del disinvestimento da società quotate» (così Luca Della Tommasina, *sub* art. 6); 2) dall'altro, vede ridotti i suoi poteri in tema di ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalla quotazione (per un'abrogazione ancora più radicale è l'auspicio di Ciro Corvese, *sub* art. 8); 3) infine, si stemperano i poteri sanzionatori della CONSOB quando il trasgressore si impegna, sollecitamente, a far venir meno le conseguenze della lesione dell'interesse dei risparmiatori, in tal modo evitando le conseguenze pregiudizievoli dell'accertamento dell'illecito (v. le considerazioni di Nicoletta Vettori *sub* art. 23).

L'attrattività del mercato italiano si misura anche sulla garanzia di imparzialità delle Autorità di vigilanza e, infatti, a tale scopo l'art. 21 provvede a disincentivare «il passaggio di personale dal settore pubblico a quello privato, e viceversa» e si veda il commento di Vittorio Tortorici.

In nome della semplificazione: 1) è stata anche prevista la predisposizione, a cura della CONSOB, di *standard forms* ai fini della procedura di approvazione del prospetto informativo (v. Edgardo Ricciardiello, *sub* art. 9); 2) è stato abrogato l'obbligo di comunicazione alla CONSOB e al pubblico di operazioni da parte di chi detenga il dieci per cento delle stesse (v. Nicola Rocco di Torrepadula, *sub* art. 10); 3) sono stati sottratti alla disciplina dell'offerta fuori sede taluni casi di auto-collocamento di azioni di propria emissione o di altri strumenti finanziari di propria emissione che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, per i quali si è ritenuto che non sussista un chiaro bisogno di protezione verso l'investitore (v. Alberto Urbani, *sub* art. 1); 4) è stata introdotta «una più netta distinzione tra le Sicav e le Sicaf che gestiscono

direttamente il proprio patrimonio (cc.dd. autogestite) e quelle che affidano la gestione del proprio patrimonio a intermediari abilitati (cc.dd. eterogestite)», uniformando la disciplina di queste ultime «con quella dettata per i fondi comuni di investimento ai quali, per natura e sul piano operativo, risulterebbero maggiormente assimilabili» (Maria Grazia Iocca, *sub* art. 16); 5) sono state anche apportate modifiche «alla disciplina delle obbligazioni emesse da società per azioni ed a quella in materia di emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata» così Giovanni Falcone (*sub* art. 7).

Vi sono alcune norme, inoltre, che seguendo una linea già tracciata nel nostro ordinamento continuano a prospettare soluzioni sistematicamente dirompenti nel diritto delle società, e asimmetriche rispetto alle soluzioni predisposte da altri ordinamenti. Ci riferiamo: A) da un lato, alla dematerializzazione facoltativa delle quote di società a responsabilità limitata che abbiano la qualifica di PMI, e al riguardo Silvia Corso segnala «un indubbio affievolimento della distanza tipologica tra “azioni” e “quote” che alimenta forti perplessità sulla perdurante vigenza del divieto di rappresentazione delle quote in azioni di cui all’art. 2468 c.c.». In verità, più radicalmente, si può dubitare dell’autonomia del tipo s.r.l., quale costruito con la riforma del 2003, e se l’obiettivo di agevolare l’accesso al mercato della PMI è ottimo e condivisibile, quello che non si comprende è perché non si sia agito sul tipo della società per azioni, creando un modello di piccola “spa” per la quale accorgimenti quale quello della dematerializzazione non avrebbe condotto ad incoerenze tipologiche; B) dall’altro, all’ulteriore rafforzamento del voto plurimo e del voto maggiorato (artt. 13 e 14) che porta ad una spropositata concentrazione di potere che non trova riscontro (in tali termini) neanche nei modelli ordinamentali (Olanda in particolare) che si inseguono (e si vedano le osservazioni di Luigi Scipione).

Vi sono, poi, norme la cui collocazione, nel contesto di misure di semplificazione e di incentivo al rafforzamento dei mercati dei capitali, è discutibile. Tanto vale in particolare: 1) per l’art. 5 che prevede l’estensione alle società aventi azioni negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione della facoltà di redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali; al riguardo Antonia Irace osserva che la norma equipara la quotazione presso gli MTF a quella in borsa fermo restando che, nel caso degli MTF, le disposizioni saranno applicabili anche se vi è l’obbligo di redazione del bilancio in forma abbreviata; 2) per l’art. 18 che consente di mantenere la forma cooperativa anche alle banche popolari di dimensioni maggiori (fino a 16 mld. di euro d’attivo anziché 8 come in precedenza), al riguardo Giovanni Romano osserva che «di non immediata comprensibilità risulta, oggi, la *ratio* dell’intervento correttivo, tanto nei suoi legami con il complessivo disegno a base della *Legge Capitali*, quanto rispetto alle superiori ragioni che, un decennio fa, suggerirono la più rigorosa stretta»; 3) per l’art. 25 che prevede di «facilitare l’inclusione finanziaria attraverso specifici percorsi di formazione per gli studenti» (si vedano i rilievi di Brunella Russo); 4) infine, per l’art. 26 che dispone il rafforzamento dell’operatività del Patrimonio Destinato della Cassa Depositi e Prestiti, per ragioni di governo dell’economia come chiarisce Marilena Rispoli Farina (*sub* art. 26).

Per concludere, ci preme riconoscere il merito maggiore dell'Opera agli Autori, tutti specialisti della materia, in grande maggioranza professori universitari, ma taluno funzionario della CONSOB e del MEF.

Come è consuetudine della Collana la varietà delle voci è stata auspicata e ha contribuito alla ricchezza dei risultati. Pertanto, ringraziamo cordialmente tutti gli Autori anche per l'impagabile disponibilità e solerzia che ci ha consentito di realizzare questo Commentario in tempi assai brevi.

Un ringraziamento particolare va a Catia Della Bruna, che ci ha coadiuvato nelle diverse fasi della lavorazione e, da ultimo ma non meno importante, all'Editore Giappichelli e a tutti i suoi Collaboratori.

Napoli, Siena, Venezia, 15 settembre 2024

Giuliana Martina  
Marilena Rispoli Farina  
Vittorio Santoro