



**QUARTO DI UNA SERIE**  
Quarto di una serie di approfondimenti dedicati alle novità contenute nel Ddl Capitali. Le altre puntate pubblicate il 14, il 18 e il 19 aprile

# Assemblee dei soci a porte chiuse, mercato al bivio sulla svolta in arrivo

## La riforma

L'estensione della modalità sperimentata con il Covid non piace agli investitori

Duro un documento della International Corporate Governance Network

Angelo Busani

Lo svolgimento in "modalità Covid-19" (e cioè a porte chiuse) delle assemblee delle società quotate italiane che il ddl Capitali, di recente approvato dal Governo, prospetta come regola «a regime» e non più emergenziale, è una scelta epocale che senz'altro darà luogo a discussioni animate, non solo perché sconvolge il principio di collegialità che da sempre caratterizza le decisioni dei soci di società di capitali, ma anche perché è una pillola che gli investitori istituzionali senz'altro mal digeriscono.

### Il principio di collegialità

Un contratto non esiste se non vi è un perfetto accordo delle controparti su ogni sua clausola. La deliberazione di un organo societario invece esiste se vi è il consenso della maggioranza dei votanti prescritta dalla legge o dallo statuto: in sostanza, il volere della minoranza contrario all'assunzione di una data deliberazione si dissolve nel volere della maggioranza e questo effetto viene accettato dal sistema a condizione che ai soci di minoranza sia data l'opportunità di discuterne.

Pertanto, il principio di maggioranza va a braccetto con il principio di collegialità e cioè il principio in base al quale l'organo societario validamente delibera se: l'adunanza sia regolarmente convocata con il corredo della documentazione prescritta (in modo che ci si possa adeguatamente preparare all'assunzione di una data decisione), la materia oggetto di deliberazione sia debitamente illustrata, si possa svolgere una discussione sulla proposta presentata e, infine, si svolga una votazione, nella quale il quorum occorrente sia conseguito.

### Le assemblee pletoriche e i disturbatori

La legislazione emergenziale conseguente all'epidemia da Covid-19 ha fatto toccare con mano quanto siano "comode" le assemblee senza soci in presenza (nemmeno virtuale): minimizzati i costi organizzativi, annullate le performance dei disturbatori o degli amanti di esibizioni verbali, abolito il "pensatoio" dove stazionano i consulenti impegnati ad aiutare il presidente dell'assemblea nel fornire risposte alle domande degli azionisti. Sono ragioni che validamente supportano una scelta legislativa di mettere a regime queste modalità, imponendo ai soci di dare delega a un rappresentante designato, il quale in assemblea manifesti le istruzioni di voto che gli è stato ordinato di esprimere, senza che più esista un dibattito?

### Il panorama internazionale

Gli investitori istituzionali, per loro stessa essenza, sicuramente non gradiscono la soppressione del diritto di voce nelle assemblee delle società nelle quali sono investiti. Non solo perché l'obbligo dei soci di dare delega è una modalità sconosciuta nel diritto societario vigente in sistemi giuridici paragonabili al nostro e non solo perché l'affidare il voto (sia pure in un contesto di segretezza) a un unico soggetto ante-



**Sotto riforma.**  
La sede della Borsa di Milano, a Palazzo Mezzanotte in Piazza Affari

riormente all'assemblea è una situazione comunque fastidiosa. Ma anche per una assorbente questione di principio.

Ne è fresca testimonianza il documento approvato il 19 aprile 2023 dalla ICGN (International Corporate Governance Network), organizzazione che riunisce i principali operatori del mercato dei capitali per sviluppare elevati standard di corporate governance (si tratta di investitori responsabili di un patrimonio di circa 70mila miliardi di dollari, con sedi in oltre 40 Paesi). Nel documento si afferma che il «pragmatismo» delle assemblee non in presenza «va a scapito di un indebolimento

dei diritti degli azionisti» in quanto limita notevolmente la possibilità per gli azionisti di «interagire direttamente con il consiglio di amministrazione e la dirigenza, di visionare il materiale presentato in assemblea, di porre domande non moderate e di fare dichiarazioni dal palco».

Non essendovi più una situazione di emergenza, gli investitori si schierano dunque a favore di una modalità «ibrida» di svolgimento delle assemblee, vale a dire di assemblee organizzate in presenza con la possibilità dei soci di parteciparvi da remoto, in tempo reale.

**Secondo gli investitori, la novità introdotta dal Ddl Capitali sconvolge il principio di collegialità delle adunanze dei soci**

IL PRESENTE DOCUMENTO CONTIENE UN MESSAGGIO PUBBLICITARIO CON FINALITÀ PROMOZIONALE E NON COSTITUISCE UN'OFFERTA O UNA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO NELLE OBBLIGAZIONI GOLDMAN SACHS TASSO FISSO CRESCENTE CALLABLE IN EURO (LE "OBBLIGAZIONI")

PUBBLICITÀ

## NUOVE OBBLIGAZIONI GOLDMAN SACHS

# TASSO FISSO CRESCENTE CALLABLE IN EURO

# Fino a 5,85%\*

\* Cedola annua nella valuta di denominazione da intendersi al lordo degli oneri fiscali applicabili.

Le nuove **Obbligazioni Goldman Sachs Tasso Fisso Crescente Callable in Euro** offrono agli investitori **flussi cedolari annuali crescenti** da 4,25% p.a. a 5,85% p.a. lordi ed il **rimborso integrale del Valore Nominale** a scadenza pari a EUR 1.000 per ciascuna Obbligazione, salvo il rischio di credito dell'Emittente.

È prevista, annualmente, a partire dal primo anno fino al nono, la facoltà per l'Emittente di **rimborsare anticipatamente** le Obbligazioni al 100% del Valore Nominale. In tal caso la durata delle Obbligazioni risulterebbe inferiore a 10 anni, con conseguente cessazione del pagamento delle cedole per gli anni successivi al rimborso anticipato e diminuzione dei proventi complessivi dell'investimento.

L'Emittente, a sua discrezione, potrebbe rimborsare anticipatamente le Obbligazioni, ad esempio, quando il proprio costo di rifinanziamento risulti più basso rispetto al tasso di interesse corrisposto dalle Obbligazioni. In tali circostanze gli investitori sono esposti al rischio di reinvestimento dell'importo ricevuto a titolo di rimborso dall'Emittente ad un tasso di interesse effettivo di mercato inferiore a quello delle Obbligazioni rimborsate.

È possibile acquistare le Obbligazioni sul Mercato Telematico delle Obbligazioni di Borsa Italiana S.p.A. (MOT, segmento EuroMOT) attraverso la propria banca di fiducia, online banking e piattaforma di trading online.

#### Avvertenze:

**Prima dell'adesione leggere il prospetto di base** redatto ai sensi dell'Articolo 8 del Regolamento Prospetti, approvato dalla Luxembourg Commission de Surveillance de Secteur Financier (CSSF) in data 14 aprile 2023 e notificato ai sensi di legge alla CONSOB in data 14 aprile 2023 (il "Prospetto di Base"), unitamente a ogni supplemento al Prospetto di Base, ed in particolare considerare i fattori di rischio ivi contenuti; i final terms datati 21 aprile 2023 relativi alle Obbligazioni (le "Condizioni Definitive") redatti ai sensi dell'Articolo 8 del Regolamento Prospetti. Le Condizioni Definitive e il Prospetto di Base sono disponibili sul sito [www.goldman-sachs.it](http://www.goldman-sachs.it). L'approvazione del prospetto non deve essere intesa come un'approvazione dei titoli offerti.

L'Emittente si riserva il diritto di diminuire in ogni momento l'ammontare emesso cancellando il relativo ammontare di Obbligazioni che non risultassero ancora acquistate dagli investitori. Avviso di tale cancellazione delle Obbligazioni verrà dato sul sito di Borsa Italiana S.p.A.

Gli investitori sono esposti al rischio di credito dell'Emittente. Nel caso in cui l'Emittente non sia in grado di adempiere agli obblighi connessi alle Obbligazioni, gli investitori potrebbero perdere in parte o del tutto il capitale investito. Gli investitori sono tenuti a consultare i propri consulenti in merito al regime fiscale applicabile all'acquisto, al possesso ed alla cessione delle Obbligazioni. Il rendimento delle Obbligazioni dipenderà anche dal prezzo di acquisto e dal prezzo di vendita (se effettuata prima della scadenza) delle stesse sul mercato. Tali prezzi dipendono da vari fattori, tra i quali i tassi di interesse sul mercato, il merito creditizio dell'Emittente e il livello di liquidità, potrebbero pertanto differire anche sensibilmente rispettivamente dal prezzo di emissione e dall'ammontare di rimborso. Non vi è alcuna garanzia che si sviluppi un mercato secondario liquido.

Per maggiori informazioni sulle obbligazioni e i relativi rischi: [www.goldman-sachs.it](http://www.goldman-sachs.it)

1 L'aliquota di imposta italiana applicabile sui proventi derivanti dalle Obbligazioni, è vigente al momento dell'emissione, è pari al 26%. L'ammontare di tale imposta potrebbe variare nel tempo.

Disclaimer. Le Obbligazioni non sono destinate alla vendita negli Stati Uniti o a U.S. persons e la presente comunicazione non può essere distribuita negli Stati Uniti o a U.S. persons. Prima di investire, i potenziali investitori dovranno considerare l'adeguatezza al proprio profilo di investimento e, in caso necessario, consultare i propri consulenti fiscali, legali e finanziari nonché leggere attentamente i documenti per la quotazione. Senza il nostro preventivo consenso scritto, nessuna parte di questo materiale può essere (i) copiata, fotocopiata o duplicata in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo o (ii) ridistribuita. © Goldman Sachs, 2023. Tutti i diritti sono riservati.



**L'intervista. Patrizia Grieco.** La presidente di Assonime: «Valorizzare la leva fiscale»

## «Ora serve una revisione organica del Tuf e prassi uniforme in Europa»

Antonio Criscione

Un mercato dei capitali che si è andato contraendo nell'ultimo decennio, con un trend che gli ultimi anni si è accentuato. Abbiamo fatto il punto con Patrizia Grieco, presidente di Assonime, che illustra i progetti per una revisione organica del Tuf, ma auspica anche una serie di interventi, quali una valorizzazione della leva fiscale a favore degli investimenti nel capitale di rischio e un'autorità di vigilanza unica in Europa, per uniformare l'applicazione delle regole dell'Unione.

### Dottoressa Grieco, quale è la situazione attuale?

La capitalizzazione rispetto al Pil in Italia è la metà di quella tedesca e di quella spagnola, ma anche un quarto di quella inglese, olandese e francese. Un mercato piccolo, poco liquido, costituisce un problema anche perché fatica a rientrare negli indici che regolano gli investimenti sulle grandi borse internazionali. Una situazione del genere non invita neanche le imprese alla quotazione perché sanno che dovranno affrontare delle difficoltà, dei costi a cui non fanno da contraltare i benefici di un mercato vivace con grande liquidità.

### Quali sono le ragioni?

C'è innanzitutto la complessità delle nostre norme, non solo per la regolamentazione europea, ma anche per il gold plating, le regole aggiuntive che vengono previste dalle autorità nazionali. Ma non è solo una questione regolamentare. Il nostro sistema sconta una particolare debolezza sul fronte degli investitori istituzionali italiani, che potrebbero convogliare il risparmio privato verso la Borsa. Bisognerebbe riprendere e rivitalizzare il sistema dei Pir che erano nati per convogliare il risparmio privato anche piccolo verso l'economia reale attraverso la Borsa.

### È un aumento della deducibilità delle quote versate ai fondi pensione, che non è stato mai aggiornato?

Nella legge delega fiscale è previsto un trattamento di favore per i fondi pensione che può sicuramente agevolare il fatto che i nostri investitori istituzionali investano nell'economia reale.

### L'altro come dicevamo è quello regolamentare, sul quale sta intervenendo il ddl mercati...

Lo trovo un ottimo punto di partenza e un passo importante. Tra le molte misure, citerei l'autonomia statutaria nella scelta del modello assembleare. Con un rafforzamento della



**Assonime.** Patrizia Grieco, presidente dell'Associazione fra le società italiane per azioni

previa informativa, con domande e risposte che possono essere fatte precedentemente all'assemblea. Una misura che peraltro riflette, al di là di una maggiore semplicità di gestione delle assemblee, un cambio evidente dell'assetto azionario delle imprese quotate. C'è molto meno retail tra gli azionisti, con una minore spinta alla partecipazione a questi momenti, ma una maggiore presenza di investitori istituzionali che partecipano in modo completamente diverso e che sono ben contenti di avere questo scambio di informazioni pre assembleare. C'è il tema di aumenti di capitale semplificati fino al 30 aprile 2025 per le Pmi e tanti altri aspetti che spingono nella giusta direzione, come il rafforzamento del voto plurimo, nonché semplificazioni per i prospetti.

### Ci sono elementi che potrebbero essere inseriti in fase di conversione del Ddl?

Sicuramente il ddl è un primo passo, per quanto importante, e Assonime darà il suo contributo se richiesto. Ma abbiamo creato un gruppo di lavoro con esperti importanti del diritto societario in Italia proprio per affrontare una revisione organica del Tuf, portando il nostro contributo sui tavoli che dovranno decidere.

### Un ultimo riferimento all'Europa, dove va ricordato che anche a Bruxelles stanno lavorando sul listing act.

Il listing act va nella giusta direzione, dovrebbe culminare con la creazione di un mercato unico dei capitali, con un'autorità di vigilanza unica per tutti i mercati. La definizione di regole migliori a livello europeo rischia di essere insufficiente se non si va verso l'effettiva uniformità nell'applicazione delle regole. Se riuscissimo ad avere dall'Esma un prospetto unico approvato per tutti i paesi in cui una società decidesse di quotarsi, sarebbe un passo avanti.

## BREVI

### STUDI LEGALI

#### Allen Overy, Bellone nuovo partner in Italia

Allen & Overy, studio legale internazionale presente da 25 anni in Italia, ha promosso Pietro Bellone a partner del dipartimento di finanza. L'annuncio avviene nel contesto delle nomine a partner dello studio a livello globale, per un totale di 36 nuovi soci in 13 sedi del network. Bellone assiste da oltre quindici anni primari istituti di credito, fondi di private capital e società su un ampio spettro di operazioni di finanza strutturata.

### ASSET DIGITALI

#### Bitpanda, accordo con Raiffeisenlandesbank

Bitpanda Technology Solutions, piattaforma di investimento europea, ha raggiunto con Raiffeisenlandesbank, una delle principali banche tradizionali austriache, un accordo per esplorare le modalità di offerta di asset digitali ai propri clienti. Raiffeisenlandesbank, offrirà una gamma di criptovalute, azioni, ETF, metalli preziosi e materie prime attraverso l'offerta SaaS di Bitpanda.