



Schema di decreto legislativo di attuazione della direttiva 2010/73/UE, che modifica le direttive 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato

***Osservazioni di Confindustria al documento di consultazione
pubblicato dal Dipartimento del Tesoro***

Lo schema di decreto in consultazione contiene alcuni interventi sul TUF diretti a recepire nel nostro ordinamento le modifiche introdotte dalla direttiva 2010/73/UE alla precedente direttiva 2003/71/CE, con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi relativi alla pubblicazione del prospetto in caso di offerta al pubblico di strumenti finanziari e di ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati. L'attuazione di una parte significativa delle previsioni contenute nella direttiva del 2010 è stata anticipata da modifiche alla disciplina secondaria adottate dalla Consob nei mesi scorsi, attraverso gli ampi poteri di intervento di cui l'Autorità dispone per la regolamentazione del settore.

La delega legislativa (contenuta nella legge 15 dicembre 2011, n. 217) offre anche l'occasione per alcuni interventi di modifica del TUF volti a ridurre gli oneri che gravano sugli emittenti, temperando questo obiettivo con la tutela degli investitori e il corretto funzionamento del mercato. Si tratta di una prospettiva condivisibile, su cui è già positivamente impegnata la Consob, che ha approvato di recente due pacchetti di modifiche regolamentari all'esito di una fase di confronto col mercato.

È dunque opportuno che il Legislatore persegua questa finalità.

Va in questa direzione anche la proposta di modifica alle disposizioni del Codice civile in materia di emissioni obbligazionarie da parte delle SpA.

I correttivi proposti al Decreto Legislativo n. 231/2001 mirano invece a obiettivi di coordinamento con le novità normative nel frattempo intervenute, in modo da risolvere le criticità interpretative derivanti dalla stratificazione, spesso disordinata, di successivi interventi legislativi. Alcune delle modifiche proposte andrebbero però ripensate.

Si riportano di seguito alcune osservazioni allo schema di decreto in consultazione.

Modifiche al TUF

Le proposte di modifica alle disposizioni del TUF sono condivisibili, perché dirette ad accelerare le procedure di approvazione del prospetto, a risolvere alcune incongruenze definitorie, allineando il nostro ordinamento alle previsioni europee, e a ridurre alcuni oneri gravanti sugli emittenti quotati.

A questo proposito, meritano apprezzamento i correttivi agli artt. 114 e 115-*bis* TUF, che ridisegnano il perimetro dei soggetti su cui ricade il cd. obbligo di informazione continua in materia di informazioni privilegiate e il correlato obbligo di tenuta dei registri delle persone che hanno accesso a queste informazioni. In particolare, lo schema di decreto elimina dalle due norme citate il riferimento ai soggetti che controllano gli emittenti, circoscrivendo l'obbligo di informativa continua in capo alle società quotate e quello di tenuta dei cd. registri degli *insider* in capo a queste ultime e alle società controllate. Si tratta di un'importante semplificazione, che allinea il nostro ordinamento al contenuto della direttiva sugli abusi di mercato, eliminando così un caso di *goldplating*.

Peraltro, la proposta si pone in linea con le recenti semplificazioni adottate della Consob, in quanto punta a valorizzare i poteri di intervento attribuiti dal TUF alla stessa Autorità, anche ai fini della corretta informazione del pubblico. Come noto, ad integrazione degli obblighi di informativa continua sopra richiamati, alla Consob è infatti riconosciuto il potere di richiedere ad alcune categorie di soggetti notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico (art. 114, co. 5). Tra questi soggetti lo schema di decreto richiama ora espressamente anche quelli che controllano gli emittenti (precisazione conseguente al venir meno, nel co. 1 della stessa norma, del riferimento ai "controllanti"), che dunque potranno essere chiamati a fornire informazioni su impulso della Consob.

Quanto alla modifica relativa alla tenuta del registro *ex art. 115-bis*, nel ribadire l'apprezzamento per la proposta in consultazione, si evidenzia l'opportunità di ampliarne la portata attraverso l'eliminazione del riferimento ai soggetti controllati dagli emittenti. La tenuta e l'aggiornamento del registro danno luogo a significativi oneri di *compliance*, a fronte di benefici dubbi per il mercato. Peraltro, nell'ambito del processo di revisione della disciplina sugli abusi di mercato, sono in discussione a livello UE alcune proposte dirette a semplificare o rimodulare tali oneri e il correttivo che qui si propone avrebbe l'effetto di allineare il nostro ordinamento alla disciplina europea vigente.

È condivisibile anche la proposta contenuta nello schema di decreto in tema di comunicazione delle partecipazioni rilevanti. Si ipotizza, infatti, di abrogare l'art. 120, co. 3, TUF, eliminando l'obbligo per gli emittenti di comunicare, alla Consob e alla società interessata, le partecipazioni detenute in SpA non quotate e in Srl in misura superiore al 10% del capitale. Si tratta, infatti, di informazioni di dubbio valore segnaletico e che rappresentano un ulteriore caso di *goldplating* rispetto al diritto UE. Per mere ragioni di coordinamento rispetto alla disciplina vigente, si segnala l'opportunità di stralciare i riferimenti al co. 3 dalle restanti disposizioni contenute nell'art. 120 e, precisamente, alle lettere *a)* e *d)* del 4° comma.

In conseguenza alla proposta di modifica appena richiamata, lo schema di decreto elimina il riferimento al co. 3 dell'art. 120 anche nell'ambito della disciplina delle partecipazioni reciproche (art. 121, co. 1). La proposta è condivisibile, perché gli obiettivi della norma, tradizionalmente riconducibili a contrastare fenomeni di annacquamento del capitale sociale e, soprattutto, a evitare distorsioni nella formazione della volontà assembleare delle società coinvolte negli incroci - di cui almeno una quotata, possono oggi essere perseguite anche attraverso l'applicazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate. Quest'ultima contempla anche l'ipotesi dell'influenza notevole (presunta in presenza di una partecipazione maggiore o uguale al 20%), che è idonea a far scattare la correlazione tra le due entità coinvolte e i corrispondenti presidi informativi e procedurali sulle operazioni rilevanti.

Ulteriori linee di intervento

In linea generale, e in continuità con i lavori avviati dalla Consob sul punto negli ambiti di sua competenza, occorre rimuovere quelle disposizioni che prevedono oneri informativi, procedurali o di *governance* a carico degli emittenti non previsti dalla disciplina UE. Si tratta di una prospettiva che, come evidenziato anche nello schema di decreto, ha trovato conferma nei principi affermati dalla Legge di stabilità 2012 sul cd. divieto di *goldplating*.

A titolo esemplificativo, considerato che lo schema di decreto propone di intervenire per semplificare gli obblighi informativi previsti dall'art. 114, co. 1, TUF, l'occasione potrebbe essere colta anche per ridisegnare l'ambito soggettivo e la portata degli obblighi di comunicazione disposti dal co. 7. Come noto, l'attuale disciplina italiana sul punto va ben al di là della direttiva sugli abusi di mercato, che limita il perimetro di tali obblighi ai soggetti apicali dell'emittente (e ai soggetti ad essi legati) e prevede che le operazioni effettuate debbano essere comunicate all'Autorità competente. Il TUF, invece, amplia il perimetro a chiunque detenga azioni in misura superiore al 10% del capitale sociale, nonché ad ogni altro soggetto che controlla l'emittente, e impone che le comunicazioni debbano essere effettuate alla Consob e al pubblico. Si tratta di adempimenti onerosi per le società quotate, che dovrebbero essere ricondotti entro i limiti della disciplina UE.

Sempre su un piano generale, ulteriori interventi regolamentari orientati in un'ottica di semplificazione e riduzione degli oneri a carico delle società dovrebbero tendere all'obiettivo di incentivare l'accesso delle PMI al mercato del capitale di rischio. In questo senso, sono condivisibili alcune delle linee di indirizzo finora emerse nell'ambito del Gruppo di Lavoro Consob per l'ammissione a quotazione delle PMI, come ad esempio la rivedizione di alcuni adempimenti introdotti a seguito della riforma del Risparmio.

Inoltre, al fine di incentivare l'ammissione alle negoziazioni sugli MTF, occorrerebbe evitare sovrapposizioni tra la disciplina applicabile alle società che vi accedono e quella applicabile agli emittenti titoli diffusi, per le quali il Codice civile e il TUF (nonché il D. Lgs. n. 39/2010) dispongono requisiti di *governance* e presidi - anche - informativi rafforzati. Una delle possibili soluzioni potrebbe essere di disapplicare alle società i cui titoli siano negoziati su MTF le norme vigenti in materia di emittenti diffusi.

Modifiche al Codice civile

Limiti alle emissioni obbligazionarie da parte delle SpA

La necessità di diversificare e ampliare le fonti di finanziamento attraverso canali alternativi al credito bancario è un'esigenza attualmente molto sentita dalle imprese.

Le proposte di modifica poste in consultazione creano le condizioni per un maggior ricorso alle emissioni obbligazionarie da parte delle imprese e sono quindi condivisibili.

Più in dettaglio, è apprezzabile la proposta che, riformulando l'art. 2412, co. 5, c.c., riconosce anche alle società non quotate la possibilità di superare i limiti patrimoniali imposti dal Codice civile nel caso in cui le emissioni obbligazionarie siano destinate alla quotazione su mercati regolamentati e sugli MTF.

In particolare, l'equiparazione degli MTF ai mercati regolamentati è necessaria sia perché consente a un maggior numero di società di effettuare emissioni di importo superiore ai limiti patrimoniali fissati dal Codice, sia perché per le società non quotate è certamente più agevole quotare le proprie obbligazioni su un MTF, con requisiti di quotazione e permanenza sul mercato semplificati rispetto a quelli di un mercato regolamentato.

Le modifiche proposte dovrebbero dunque consentire di raggiungere un duplice obiettivo: ampliare le possibilità delle società non quotate di finanziarsi attraverso emissioni obbligazionarie per somme superiori ai limiti patrimoniali e avvicinare gradualmente le imprese ai mercati finanziari. Quest'ultimo obiettivo è peraltro coerente con gli interventi di cui si sta discutendo nell'ambito dei richiamati lavori del Gruppo di Lavoro sulla quotazione delle PMI istituito dalla Consob.

Peraltro, si tratta di un'apertura che, venendo incontro alle richieste delle imprese, riduce le differenze esistenti tra la disciplina italiana e quella in vigore in altri Stati Membri dove non esistono analoghi presidi di capitale.

In questo senso, si potrebbe altresì valutare di elevare il limite patrimoniale (attualmente fissato dall'art. 2412, co. 1, in misura pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili) per l'emissione di obbligazioni da parte delle SpA non quotate e che non intendano quotare i titoli emessi. Questo intervento potrebbe ulteriormente favorire il ricorso alle emissioni obbligazionarie, senza alterare gli obiettivi di fondo della disciplina civilistica, riconducibili soprattutto all'esigenza di assicurare l'equilibrio tra le diverse fonti di finanziamento dell'impresa.

L'efficacia delle modifiche al Codice civile è però strettamente legata ad interventi di carattere fiscale.

L'emissione di prestiti obbligazionari da parte delle *corporates* italiane non quotate¹, e in particolare la loro collocazione su mercati esteri, è infatti fortemente disincentivata

¹Si tratta, più appropriatamente, di società o enti, diversi dalle banche, il cui capitale è rappresentato da azioni non negoziate in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo che sono inclusi nella lista di cui al

dalla disciplina fiscale che regola la deducibilità ai fini delle imposte sui redditi degli interessi corrisposti agli obbligazionisti e, nei casi in cui questi ultimi siano soggetti non residenti, dalle regole di applicazione delle ritenute alla fonte sugli interessi corrisposti a finanziatori esteri.

Si tratta di vincoli normativi che, ove non rimossi, continuerebbero ad ostacolare lo sviluppo dei prestiti obbligazionari, col rischio quindi di vanificare l'obiettivo perseguito dall'intervento contenuto nello schema di decreto.

Confindustria ha portato all'attenzione del Ministero dell'economia e della Presidenza del consiglio la necessità di superare tali limiti per semplificare il sistema tributario e per non allontanare dall'Italia i flussi internazionali d'investimento.

Più in dettaglio, occorre intervenire sulle norme relative all'indeducibilità degli interessi passivi su prestiti obbligazionari e sull'applicazione delle ritenute su interessi corrisposti a soggetti non residenti.

Indeducibilità degli interessi passivi su prestiti obbligazionari

L'art. 3, co. 115, della Legge 28 dicembre 1995, n. 549 prevede l'indeducibilità di (parte) degli interessi passivi derivanti da prestiti obbligazionari emessi da società diverse da quelle con azioni quotate o da banche.

L'indeducibilità riguarda gli interessi su titoli che prevedono tassi di rendimento effettivo superiori (i) al doppio del tasso ufficiale di riferimento per le obbligazioni e i titoli simili negoziati in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo che siano inclusi nella c.d. *white list*², o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione, o (ii) al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi per le obbligazioni e i titoli simili diversi dai precedenti.

Si tratta di una disposizione introdotta al fine di contrastare arbitraggi fiscali su base domestica nel settore delle società a ristretta base azionaria, consistenti nella emissione da parte della società di obbligazioni con cedole periodiche assai elevate, congiuntamente alla sottoscrizione delle stesse da parte di soggetti persone fisiche - soci della stessa società emittente.

Tali operazioni costituivano una facile modalità per trasformare utili non deducibili dal reddito della società e soggetti a tassazione meno agevolata in capo ai soci persone fisiche, in interessi deducibili in capo alla società e soggetti alla tassazione del 12,5% in capo ai soci.

L'arbitraggio contrastato dalla norma in esame era quindi costituito dalla deducibilità degli interessi rispetto all'indeducibilità degli utili per la società emittente, dal differenziale di aliquota gravante sugli utili societari e sugli interessi obbligazionari in capo ai soci persone fisiche, ed inoltre dal beneficio della immediata deduzione degli

decreto ministeriale emanato ai sensi dell'art. 168-bis, comma 1, del testo unico delle imposte sui redditi di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917.

² Il riferimento è al D.M. 4 settembre 1996.

interessi in base alla competenza cui si contrapponeva la tassazione degli stessi in capo alle persone fisiche solo al momento del loro effettivo pagamento.

Il sistema di tassazione del reddito d'impresa, tuttavia, è stato profondamente modificato dal 1995 ad oggi. In particolare, esiste oggi una norma di applicazione generale, che limita la deducibilità degli interessi passivi al 30% del ROL (art. 96 TUIR) e la tassazione delle rendite finanziarie è stata armonizzata ad aliquota unica del 20%.

Gli interessi passivi corrisposti su prestiti obbligazionari sono sostanzialmente indeducibili: all'ineducibilità "assoluta" degli interessi passivi eccedenti l'importo derivante dall'applicazione dei predetti "tassi soglia" si aggiunge l'ineducibilità "ordinaria" degli interessi passivi calcolati a tassi inferiori.

Tenuto conto anche dei diversi modi di contrasto a fenomeni elusivi oggi a disposizione dell'amministrazione finanziaria, sono venute meno le ragioni che giustificarono nel 1995 l'introduzione della disposizione speciale.

Sarebbe pertanto opportuno che tale disciplina fosse abrogata, anche al fine di equiparare il trattamento fiscale delle emissioni obbligazionarie delle imprese industriali non quotate con quello riservato alle società quotate, alle banche e alle società finanziarie.

Applicazione delle ritenute su interessi corrisposti a soggetti non residenti

L'Italia è uno dei pochissimi Paesi dell'Unione Europea a prevedere la tassazione degli interessi pagati da soggetti residenti a soggetti non residenti³.

Talvolta, la misura dell'imposta è ridotta rispetto all'aliquota ordinaria del 20% per effetto di quanto disposto dalle convenzioni bilaterali contro le doppie imposizioni. Il quadro che ne risulta è particolarmente frammentato.

La ritenuta o l'imposta sostitutiva sono operate sull'interesse lordo e, nonostante la loro entità apparentemente modesta, si trasformano in un onere fiscale importante per il creditore estero.

Da qui la storica mancanza di interesse da parte di investitori stranieri a finanziare imprese italiane, a meno che il tasso di interesse lordo dovuto non venga aumentato per far sì che, al netto della ritenuta, risulti pari al tasso effettivamente voluto dal finanziatore estero.

Il costo della ritenuta o dell'imposta sostitutiva si trasforma, pertanto, in un maggior costo per il debitore italiano, con la conseguenza di disincentivare il ricorso al mercato estero dei capitali.

Per quanto precede, pertanto, sarebbe opportuno rimuovere tale distorsione.

³ L'obbligo prevede talune deroghe: ad esempio, quelle concernenti i pagamenti di interessi tra imprese europee facenti parte dello stesso gruppo, ovvero gli interessi derivanti da depositi e conti correnti.

Aumenti di capitale

Lo schema di decreto contiene anche alcuni interventi diretti a semplificare gli aumenti di capitale per le società quotate. Si tratta di modifiche positive, volte soprattutto a ridurre gli adempimenti necessari per la capitalizzazione delle imprese attraverso l'ingresso di nuovi soci e che si pongono in linea di continuità con le norme, altrettanto condivisibili, contenute nello schema di decreto correttivo alla disciplina dei diritti degli azionisti di società quotate.

Modifiche al Decreto Legislativo n. 231/2001

Come anticipato, lo schema di decreto punta a coordinare alcuni reati societari presupposto della responsabilità amministrativa degli enti ex decreto 231/2001 con le successive modifiche normative nel frattempo intervenute.

Si segnala, però, che la modifica proposta all'art. 4, lett. a), non appare opportuna, in quanto il riferimento alle ipotesi in cui le false comunicazioni sociali siano realizzate *in danno della società* non è coerente con il criterio di imputazione oggettiva della responsabilità dell'ente (art. 5, co. 1, decreto 231). Quest'ultimo richiede che il reato sia commesso da un soggetto qualificato nell' "interesse o a vantaggio" dell'ente, ciò che non può verificarsi laddove la condotta *illecita di false comunicazioni sociali sia realizzata in danno della stessa società*. Per queste ragioni, in passato, il legislatore aveva escluso altri reati societari (es. infedeltà patrimoniale ex art. 2634 c.c.) dal novero degli illeciti presupposto della responsabilità dell'ente. Pertanto, la formulazione dell'art. 25-ter, lett. b), decreto 231 non andrebbe modificata.

Quanto alle modifiche di cui all'art. 4, lett. d) ed e) dello schema di decreto, si segnala che l'intervento proposto avrebbe l'effetto di affermare la responsabilità della società di revisione derivante dal reato di falsità nelle relazioni o nelle comunicazioni commesso nell'esercizio dell'attività di revisione legale presso enti non qualificati come di interesse pubblico - ex D. Lgs. n. 39/2010 - lasciando priva di analoga sanzione l'ipotesi, potenzialmente più grave, di falsità commesse nell'esercizio della revisione legale presso tali enti. Un intervento di portata diversa rischierebbe probabilmente di andare oltre i limiti della delega, ma assicurerebbe una migliore coerenza sul piano sistematico.

Ulteriori linee di intervento

Più in generale, in attesa di una riforma organica del decreto 231, sarebbe necessario adottare alcune misure urgenti dirette a ridurre gli oneri di *compliance* che gravano sulle imprese e a rafforzare l'efficacia esimente dei modelli organizzativi volti a prevenire i reati. Ciò attraverso l'introduzione di una presunzione di conformità alla legge dei modelli adottati sulla base di norme tecniche o standard internazionali (es. per la materia ambientale Regolamento EMAS o ISO 14001), sulla scorta di quanto disposto per la salute e sicurezza sul lavoro (cfr. art. 30, co. 5, TU n. 81/2008), nonché dei codici di comportamento redatti dalle associazioni rappresentative degli enti e sottoposti alla procedura di esame ministeriale. Inoltre, in questi casi andrebbe esclusa l'applicabilità in via cautelare delle sanzioni interdittive nei confronti dell'ente, in quanto nella prassi applicativa proprio l'eccessivo ricorso alle misure cautelari sta

vanificando gli sforzi organizzativi sostenuti dalle imprese e la potenziale efficacia esimente dei modelli.

Roma, 23 maggio 2012