

ARTICOLI

**La riforma del TUF nella
prospettiva degli intermediari
bancari: tutela del retail,
downlisting e diritti
degli azionisti**

DAVID SABATINI

Responsabile Ufficio Mercato dei Capitali
ABI

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

La riforma del TUF nella prospettiva degli intermediari bancari: tutela del retail, downlisting e diritti degli azionisti

DAVID SABATINI

Responsabile Ufficio Mercato dei Capitali
ABI

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Disciplina in materia di appello al pubblico risparmio (art. 100-bis). - 3. Downlisting (art. 133 TUF). - 4. La gestione dell'esercizio dei diritti degli azionisti.

1. Premessa

La riforma del TUF interessa le banche in una duplice veste: **in qualità di intermediari e di emittenti quotati**. Ciò riflette i diversi ruoli che le banche svolgono nel mercato dei capitali.

Come intermediari, le banche, da un lato, contribuiscono all'allocazione del risparmio, in quanto principali distributori di prodotti finanziari e di investimento, e consentono agli investitori, soprattutto retail, di accedere al mercato dei capitali; dall'altro, supportano le imprese nell'accesso al mercato dei capitali attraverso attività di consulenza e assistenza nella strutturazione di offerte e collocamenti dei titoli emessi. In entrambe le ottiche, le misure volte a rilanciare la competitività del mercato dei capitali italiano sono benvenute e auspicabili.

In questo breve intervento vorrei soffermarmi in particolare su due aspetti della riforma che riguardano le banche nella loro veste di intermediari: l'abrogazione dell'art. 100-bis sulla rivendita dei titoli alla clientela retail e la modifica dell'art. 133 TUF sul c.d. *downlisting*. Vorrei poi cogliere l'occasione per segnalare un ambito del TUF, relativo alla disciplina dell'esercizio dei diritti degli azionisti, nel quale permangono margini di semplificazione degli adempimenti richiesti agli intermediari.

2. Disciplina in materia di appello al pubblico risparmio (art. 100-bis)

Il mercato italiano è, come noto, caratterizzato da un'elevata presenza di investitori individuali. Per tale motivo e in ragione delle crisi finanziarie di alcuni emittenti che hanno coinvolto i risparmiatori più di venti anni fa, vi è sempre stata un'elevata attenzione da parte del legislatore e delle autorità di controllo sull'operatività degli intermediari nei rapporti con i risparmiatori.

In questo contesto si inserisce l'art. 100-bis del TUF, relativo alla rivendita dei titoli alla clientela retail, introdotto dalla Legge sul Risparmio del 2005, che ha rappresentato una prima risposta del legislatore italiano alle esigenze di tutela dell'investitore retail, in mancanza, all'epoca, di adeguati presidi normativi. Negli ultimi decenni il quadro normativo europeo si è tuttavia profondamente evoluto, prima con la MiFID I e poi con la MiFID II. Questa normativa di matrice europea è stata implementata dalle banche italiane con particolare attenzione e spesso secondo standard e approcci addirittura più stringenti rispetto a quelli di altri Paesi europei, anche su impulso delle autorità nazionali.

In particolare, la normativa sulla prestazione dei servizi di investimento ha previsto numerosi nuovi adempimenti nella distribuzione di titoli (ad esempio, le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza) e nella definizione degli strumenti finanziari (ad esempio, la disciplina della *product governance*), più efficaci nella selezione degli strumenti finanziari che possono essere distribuiti agli investitori individuali.

Con la riforma del TUF si è ritenuto opportuno rivedere l'impianto complessivo al fine di individuare quelle norme che impongono responsabilità o adempimenti in capo agli intermediari che risultano ultronei rispetto alla normativa europea (e che, peraltro, possono costituire veri e propri casi di *gold plating*). L'abrogazione dell'art. 100-bis si muove quindi correttamente nella direzione di una semplificazione della normativa nazionale a favore di tutele di fonte europea, senza alcun pregiudizio per la protezione della clientela.

3. Downlisting (art. 133 TUF)

La proposta di revisione dell'art. 133 TUF, nella parte in cui introduce una disciplina espressa del trasferimento delle negoziazioni da mercato regolamentato a sistema multilaterale di negoziazione (c.d. *downlisting*), appare complessivamente condivisibile e rappresenta una misura che può contribuire ad arginare, almeno parzialmente, il fenomeno del *delisting*.

Tale modifica, tuttavia, non chiarisce appieno il rapporto tra il nuovo comma 1-bis e il diritto di recesso ex art. 2437-quinquies del Codice civile. Fin dall'inizio dei lavori sulle deleghe al Governo per la revisione del TUF si era auspicata una modifica di tale articolo volta a escludere il diritto di recesso dei soci dissenzienti, assenti o astenuti delle società che avessero deliberato l'esclusione da un merca-

to regolamentato, con contestuale ammissione alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione.

Ne deriva un possibile margine di incertezza circa la permanenza del diritto di recesso nei casi di uscita dal mercato regolamentato con contestuale approdo su un MTF, questione che si auspica possa essere chiarita quantomeno nella fase di esercizio delle deleghe attribuite alla Consob.

4. La gestione dell'esercizio dei diritti degli azionisti

Uno degli ambiti del TUF su cui sembrano permanere margini di intervento è quello della disciplina dell'esercizio dei diritti degli azionisti, e in particolare degli adempimenti richiesti agli intermediari, che svolgono un ruolo essenziale di collegamento tra i clienti-azionisti e gli emittenti (Capo IV del TUF – Gestione accentrata).

Sarebbe opportuno intervenire sulla disciplina delle comunicazioni per l'intervento in assemblea e l'esercizio del voto, che devono essere inviate dall'intermediario, su richiesta dell'azionista, all'emittente (art. 83-sexies TUF). La mancanza di un termine perentorio – formalmente presente nel TUF ma di fatto eludibile – costringe intermediari ed emittenti a gestire le comunicazioni a ridosso dell'inizio dei lavori assembleari, spesso in modo non automatizzato, con conseguente aumento dei rischi operativi. Tale previsione risulta inoltre non allineata agli standard internazionali in materia di gestione delle assemblee societarie. L'introduzione di termini certi consentirebbe, da un lato, di garantire maggiore certezza operativa per gli intermediari della catena di custodia e, dall'altro, di favorire comunque la partecipazione dei soci alle assemblee e il loro rapporto con l'emittente.

Un ulteriore tema riguarda la revisione delle norme che regolano l'istituto dell'identificazione degli azionisti (art. 83-duodecies TUF). Le scelte effettuate dall'Italia nel recepimento della Direttiva europea sui diritti degli azionisti – in particolare la soglia dello 0,5% del capitale sociale, al di sotto della quale l'emittente non può avere visibilità sui propri azionisti – hanno infatti reso di fatto poco utile, per gli emittenti, il ricorso all'istituto dell'identificazione. Ne è prova il fatto che, dall'entrata in vigore della nuova disciplina (settembre 2020), le richieste si sono quasi del tutto azzerate rispetto al periodo di vigenza della disciplina precedente. La gestione di una richiesta di identificazione risulta inoltre oggi operativamente complessa anche per gli intermediari della catena di intermediazione, in considerazione delle difficoltà di ricostruire l'informazione completa sulla partecipazione complessiva degli azionisti. La rimozione della soglia rappresenterebbe una soluzione idonea a restituire effettiva utilità all'istituto dell'identificazione per gli emittenti e a garantire processi più semplici per gli intermediari, anche in ambito *cross-border*.

Sempre nell'ambito della disciplina degli emittenti, anche la gestione delle richieste di sollecitazione delle deleghe di voto (art. 136 e ss. TUF) ha evidenziato negli

anni talune vulnerabilità, in particolare nella verifica dell'identità del sollecitatore e del titolo legittimante. Sebbene il TUF disciplini la sollecitazione, non regola in modo compiuto l'interazione tra intermediario e sollecitatore, con un elevato rischio di contenzioso con il cliente-azionista. Sarebbe pertanto auspicabile un'integrazione della disciplina del TUF oppure una delega alla Consob per la definizione di misure di tutela per intermediari e clienti.

Tali temi non hanno evidentemente trovato spazio nella riforma attualmente in discussione. L'auspicio è che l'attuale impulso riformatore non si esaurisca con l'emanazione definitiva del decreto di riforma del TUF, ma possa proseguire, anche confidando, ad esempio, nel lavoro che sarà avviato dalla Cabina di Regia per lo sviluppo del mercato dei capitali.

Va infine ricordato che la questione, più ampia, di una disciplina della gestione accentrata e di un modello di detenzione delle azioni effettivamente armonizzati a livello europeo è presente nei lavori della Savings and Investment Union (SIU), in particolare attraverso la revisione della Shareholders' Rights Directive II. È recente, infatti, l'avvio da parte della Commissione europea di una consultazione finalizzata a raccogliere feedback per valutare se e come riformare la disciplina vigente e individuare gli ostacoli e le inefficienze che persistono nell'attuale *framework*, con l'obiettivo di semplificare, armonizzare e digitalizzare l'esercizio dei diritti degli azionisti nell'intera Unione europea.