



SENATO DELLA REPUBBLICA

CAMERA DEI DEPUTATI

Commissioni Riunite Giustizia e Finanze

(2^a e 6^a Senato e II e VI Camera)

Atto del Governo n. 331

Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento

Audizione del Presidente della CONSOB

Paolo Savona

Roma 27 novembre 2025

Signori Presidenti, Onorevoli Senatori e Deputati,

Ho consegnato alla Segreteria della Commissione una memoria sui principali punti della riforma del TUF oggetto dell'audizione. Ringraziando per l'invito, dato il tempo a disposizione, mi limito a segnalare quali sono i punti sui quali la CONSOB ha formulato proposte per agevolare il raggiungimento dello scopo di rafforzare il mercato interno dei capitali e quali sono restati fuori dalla delega e dai provvedimenti ancora da definire. Per essi chiederei una cortese pronuncia da parte di questo autorevole Consesso.

A. Alcune previsioni dello schema di Decreto potrebbero indebolire il conseguimento degli scopi della riforma. Mi soffermo brevemente su di essi:

1. va riflettuto se introdurre il principio della partecipazione alle Assemblee societarie tramite rappresentante designato per i possibili effetti negativi sull'attrattività verso le Borse valori del piccolo risparmio;
2. va considerata l'opportunità di introdurre un diritto di recesso in caso di *down-listing* (passaggio dal mercato regolamento a uno di crescita), per preservare gli interessi dei soci e non scoraggiare gli investimenti;
3. potrebbe agire contro la tutela del piccolo risparmio non prevedere, in caso di acquisto totalitario della società con delibera assembleare (senza OPA), la necessità di un preventivo esame da parte della CONSOB per verificare la coerenza dell'operazione allo scopo perseguito;
4. per lo stesso motivo sarebbe opportuno prevedere l'annullamento del voto multiplo previsto negli Statuti delle società nel caso di decisioni della maggioranza riguardanti il posizionamento della società sul mercato (*delisting*, *down-listing*, fusioni, acquisto totalitario);
5. potrebbe generare incertezza per gli investitori il nuovo regime che consente alle imprese neo-quotate e alle PMI quotate (grazie a una disposizione transitoria) di derogare a diverse regole ordinarie in materia di *governance*, per il rischio di frammentazione normativa derivante da statuti molto differenziati;
6. rivestono infine un ruolo importante per la crescita del mercato dei capitali i contenuti delle responsabilità delle autorità in generale, non solo di quelle specifiche dei mercati finanziari, argomento che il Comitato per la riforma del TUF si è riservato di esaminare per completare la sua opera.

- B. Sarebbe inoltre opportuno incorporare nel Decreto, in forma di preambolo e/o nella relazione illustrativa, alcuni orientamenti per definire unitariamente l'attività di vigilanza sul mercato finanziario conciliando le norme del TUF con quelle decise o in fieri riguardanti gli strumenti virtuali:
7. senza entrare nei dettagli di un problema complesso, fungerebbe da orientamento normativo e di vigilanza chiarire che tutte le operazioni finanziarie devono essere denominate in moneta legale, lasciando liberi i cittadini di usare altri riferimenti purché chi li usa assuma piena e diretta responsabilità degli effetti negativi che può causare;
 8. nello specifico, statuire che il sottostante delle *stable coin* debba essere in forma di attività finanziarie regolate e vigilate dalle autorità di vigilanza;
 9. non meno importante sarebbe decidere che tutte le informazioni in materia di attività finanziarie regolate, virtuali o ibridate debbano essere raccolte in un unico centro elettronico dotato della migliore cybersicurezza, al quale le autorità di controllo possano attingere secondo regole predeterminate per l'attività di autorizzazione e di vigilanza. Una simile iniziativa consentirebbe di ottimizzare l'azione di vigilanza, anche in termini di oneri a carico del mercato.

Resto a disposizione per ogni chiarimento e chiedo se il Segretario generale della CONSOB deve esporre il contenuto del documento presentato o, dati i tempi a disposizione, passare alle domande.

Ringrazio per l'attenzione

1. Premessa

L'intervento di riforma del Testo Unico della Finanza (anche TUF d'ora in poi) e delle connesse disposizioni del Codice civile costituisce un'occasione importante per accrescere la competitività del mercato finanziario nazionale. I criteri della delega legislativa, contenuti nella legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali) – anche per effetto della estensione operata dalla legge 11 marzo 2025, n. 28 – puntano a riformare la disciplina dei mercati finanziari, intervenendo su una serie di materie (quali la disciplina degli intermediari, dei mercati, degli emittenti e delle Autorità di vigilanza), per favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio, preservarne la permanenza sul mercato e attrarre investitori anche internazionali.

La progressiva contrazione dei mercati regolamentati è un fenomeno che interessa tutte le economie avanzate. Il calo delle nuove ammissioni e l'aumento dei *delisting* dai mercati azionari hanno assunto una connotazione strutturale, rendendo urgente adottare interventi volti a contrastare il fenomeno. Anche i mercati non regolamentati cominciano a registrare segnali di rallentamento.

Dal 2010 a ottobre 2025, il numero di società quotate (per le quali CONSOB è l'Autorità nazionale competente) sul mercato regolamentato (ora *Euronext Milan* – EXM) è diminuito di 91 unità, portandosi a 198, per effetto di 95 ammissioni a quotazione e 186 *delisting*.

Nello stesso periodo, le società ammesse a negoziazione sullo *Euronext Growth Milan* (EGM) sono aumentate di 195 unità, portandosi a 209, a seguito di 333 ammissioni e 138 revoche: anche per questa sede di negoziazione, tuttavia, a partire dal 2022 è emersa una progressiva contrazione delle ammissioni al netto delle revoche, sebbene rimanga per ad oggi meno pronunciata rispetto ad altri contesti.

Nel periodo gennaio 2024 - ottobre 2025 la capitalizzazione delle società delistate da EXM e da EGM era pari a 25 miliardi di euro.

Le cause del ridotto accesso ai mercati azionari e dei *delisting* possono essere ricercate in diversi fattori, tra i quali le caratteristiche prevalenti tra le imprese italiane in termini di ridotta dimensione e assetti proprietari concentrati e di tipo familiare, gli oneri della regolamentazione e soprattutto l'incapacità dei mercati di esprimere nelle quotazioni i valori impliciti nei fondamentali delle imprese, a fronte di una ridotta liquidità che, in particolare per le numerose PMI, si associa alla presenza contenuta degli investitori istituzionali.

A fine ottobre 2025, con riguardo alla società quotate nell'EXM, la quota media di capitale riconducibile agli investitori istituzionali risulta prossima al 24% per le società con capitalizzazione superiore a un miliardo di euro, al 18% circa per quelle con capitalizzazione compresa tra 500 milioni e un miliardo e inferiore al 10% per le società con capitalizzazione inferiore a 500 milioni. La quota media di capitale detenuta da investitori istituzionali supera il 30% per le società con un

controvalore medio giornaliero degli scambi di titoli azionari maggiore di 50 milioni di euro, mentre si colloca poco sopra il 7% per le società con un controvalore medio giornaliero delle azioni scambiate inferiore a 200 mila euro.

Parte delle risorse potenzialmente disponibili a supporto degli investimenti produttivi sono detenute sotto forma di liquidità e depositi da parte degli investitori *retail*, connotati da una propensione a partecipare ai mercati dei capitali contenuta.

La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane, pari a fine giugno 2025 a 6.148 miliardi di euro (ossia 2,7 volte il PIL), è costituita per il 26% da liquidità (contanti e depositi; il dato si attesta al 32% nell'area euro e all'11% negli USA). Si tratta di un ammontare pari a quasi 1.600 miliardi, ossia 1,7 volte la capitalizzazione complessiva del mercato azionario italiano, che potrebbe trovare una più efficiente allocazione a beneficio sia delle famiglie sia delle attività produttive.

I fenomeni appena ricordati accomunano l'Italia a molti altri Paesi dell'UE che stanno realizzando riforme per rilanciare i mercati dei capitali¹.

A livello europeo, il progetto della *Savings and Investments Union* si pone l'ambizioso obiettivo di canalizzare i risparmi delle famiglie verso impieghi produttivi a sostegno della crescita e della competitività, secondo una linea evolutiva rispetto ai precedenti piani di azione sull'Unione dei mercati dei capitali da cui sono già derivate importanti iniziative², rafforzando tra l'altro l'integrazione dei singoli mercati nazionali.

La CONSOB è consapevole che il rilancio del mercato finanziario è una priorità nazionale da perseguire avendo riguardo alla connessione tra competitività del sistema finanziario e tutela degli investitori.

È a questo fine che, anche sulla scorta delle raccomandazioni del Rapporto OCSE del 2020 e del Libro Verde del MEF del 2022, la CONSOB ha intrapreso diverse iniziative ad ampio spettro, per migliorare l'attrattività della piazza finanziaria italiana preservando i presidi a tutela di risparmiatori e investitori, che hanno portato a risultati concreti e tangibili.

In particolare, sono stati semplificati i procedimenti di approvazione dei prospetti, attraverso la previsione della possibilità di presentare le domande di approvazione anche in inglese e in formato digitale; sono state introdotte tempistiche più stringenti per le istruttorie, potenziando la fase di

¹ Si citano, tra gli altri, il Portogallo (*Lei 99-A/2021 de 31 de Dezembro 2021*), la Francia (*Loi n. 2024-537, 13 giugno 2024, Accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France*), la Germania (*Zukunftsförderungsgesetz, ZuFinG del 15 dicembre 2023*), il Regno Unito (*Public Offers and Admissions to Trading Regulations, POATRs, del 29 gennaio 2024*) e la Spagna (*Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*), rispetto alla quale ulteriori misure - destinate a incidere sia sul lato della domanda sia su quello dell'offerta e volte ad accrescere l'attrattività dei mercati dei capitali - sono attese entro la fine di novembre 2025. In Polonia sono attualmente in corso discussioni, avviate nell'ambito dell'iniziativa *SprawdzaMY (2024-2025)*, finalizzate alla predisposizione di proposte di deregolamentazione e semplificazione normativa volte a migliorare il funzionamento e l'attrattività del mercato dei capitali.

² Basti qui ricordare il cd. pacchetto *Listing Act*, che si compone di tre distinti atti normativi (un regolamento e due direttive) che investono in modo trasversale una serie variegata di ambiti della disciplina europea in materia finanziaria.

interlocazione preliminare con l'Autorità e la fase decisionale per i prospetti di titoli *non equity*; sono stati ridotti anche i relativi costi per gli operatori del settore³.

Negli ultimi 12 mesi la CONSOB ha approvato 10 prospetti di titoli di debito per un controvalore pari a 92 miliardi di euro. Il rientro nel mercato finanziario nazionale di tali emissioni (c.d. *reshoring*) ha riguardato un emittente italiano non quotato e nove emittenti italiani quotati (sette dei quali inclusi nell'indice FTSE MIB) la cui capitalizzazione di mercato è pari a 152,7 miliardi di euro.

Ponendosi nello stesso solco modernizzatore tracciato dagli interventi precedenti, la CONSOB ha partecipato alle iniziative che hanno portato alla Legge Capitali e ai lavori preparatori dello schema di decreto sottoposto all'odierno esame parlamentare, al fianco dei rappresentanti di altre Autorità e del mondo accademico, nell'ambito del Comitato coordinato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

2. Le proposte di revisione coerenti con gli obiettivi della riforma

La valutazione complessiva dello schema di decreto oggetto dell'odierno esame è per diversi aspetti favorevole quanto a coerenza con gli obiettivi di modernizzazione delle regole in grado di potenziare il ruolo dei mercati finanziari a supporto dello sviluppo del Paese.

Vengono in rilievo gli interventi che vanno nella direzione di **rafforzare il dialogo dell'Autorità con gli operatori** attraverso forme di cooperazione "*market friendly*" e quelli tesi a **semplificare i rapporti tra le Autorità di settore** (CONSOB e Banca d'Italia) in una serie di ipotesi normative, rimuovendo la necessaria acquisizione dei reciproci pareri per l'esercizio delle rispettive competenze⁴.

Tra le modifiche che investono la disciplina delle Autorità di vigilanza e in linea con una prassi seguita già da tempo merita un cenno la nuova disposizione (nuovo art. 3-*bis* del TUF) che demanda ai regolamenti di Banca d'Italia e CONSOB la determinazione dei criteri e delle modalità di presentazione di **quesiti** da parte degli operatori, finalizzati a ottenere in tempi adeguati una preventiva valutazione di fattispecie potenzialmente rilevanti ai fini della vigilanza, la cui qualificazione in termini di violazione non risulta univoca.

Sempre tra gli interventi di carattere generale, l'inserimento della promozione dell'**educazione finanziaria** tra gli obiettivi della vigilanza della CONSOB, accanto alla tutela degli investitori (art. 5, TUF), si colloca nel solco tracciato dalla Legge Capitali, che appunto ne ha introdotto l'insegnamento all'interno dei programmi di educazione civica

³ Si richiama l'intervento con il quale, da ultimo, è stato eliminato in via regolamentare il documento di quotazione per i fondi aperti, così anticipando gli effetti della analoga modifica, contenuta nello schema di decreto (art. 113-*bis* del TUF), per garantire l'allineamento alla normativa europea di riferimento.

⁴ Ciò, ad esempio, con riferimento all'attribuzione alla sola Banca d'Italia della competenza a valutare i criteri di *fit&proper* in capo agli esponenti aziendali e ai partecipanti al capitale, ai sensi degli artt. 13 e 14 del TUF.

nelle scuole. Innalzare le competenze finanziarie degli italiani è, infatti, una delle azioni necessarie per promuoverne la partecipazione ai mercati dei capitali e colmare il divario di competenze rispetto ad altri Paesi.

Su tale ambito la CONSOB ha da tempo concentrato la propria attenzione, impegnando risorse a beneficio della collettività, anche per arginare i fenomeni di abusivismo e rendere edotti i risparmiatori dei rischi di forme di impiego speculative non immediatamente riconducibili ai canali tradizionali dell'economia reale (come le criptoattività).

A livello di sistema, è altresì importante potenziare ulteriormente il ruolo della scuola, a partire dalla formazione dei docenti fino a prevedere percorsi strutturati per gli studenti, così come sono necessarie azioni per raggiungere la popolazione adulta, anche attraverso campagne di sensibilizzazione e l'impiego delle nuove tecnologie.

Con riguardo agli interventi attinenti alla **disciplina degli intermediari e dei mercati**, mirati anche ad intercettare le esigenze di finanziamento delle imprese lungo tutto il loro ciclo di sviluppo, è apprezzabile la valorizzazione del contributo che, in un rapporto di naturale complementarità, possono fornire le diverse articolazioni del mercato dei capitali – dai segmenti del *private equity* e del *venture capital* ai mercati regolamentati fino alle sedi di negoziazione alternative – anche attraverso una regolazione proporzionata e flessibile.

Venendo alla più specifica disciplina in materia di **intermediari e gestione collettiva del risparmio**, si ricordano le proposte dello schema di decreto riguardanti la disciplina dei **gestori sotto-soglia** e delle **società di partenariato**, che semplificano la costituzione di piccoli veicoli di investimento prevalentemente riservati a investitori professionali o introducono nuove forme giuridiche per la raccolta e la gestione del risparmio, ampiamente diffuse in ambito internazionale. Tali interventi potrebbero favorire l'afflusso di risorse finanziarie non bancarie alle PMI (soprattutto attraverso la forma del *venture capital* e del *private equity*), ampliando al contempo il ventaglio di prodotti della gestione collettiva a disposizione degli investitori più esperti.

Venture capital e *private equity* possono rappresentare un complemento essenziale per lo sviluppo dei mercati. Il *venture capital*, finanziando start-up nelle fasi iniziali, favorisce la nascita di imprese innovative che, una volta mature, possono approdare alla quotazione in borsa. Il *private equity* svolge un ruolo diverso ma altrettanto importante rispetto alla ristrutturazione di società non quotate o che escono dalla borsa per poi rientrare nei mercati pubblici in condizioni di maggiore solidità finanziaria e con modelli di sviluppo più sostenibili.

Analogamente, la modifica concernente la qualificazione delle **Casse di previdenza come investitori professionali** potrà agevolare l'afflusso del risparmio previdenziale sui mercati finanziari.

A tal riguardo, si evidenzia il ruolo centrale della qualifica di investitore professionale nell'ambito dei presidi normativi posti a tutela degli investitori. Si ribadisce ad esempio l'importanza che l'**operatività di banche e intermediari di Paesi terzi** in regime di Libera Prestazione di Servizi (senza stabilimento di succursali) rimanga limitata alle sole controparti qualificate e ai clienti

professionali di diritto, nell'ottica di preservare la tutela della categoria degli investitori professionali su richiesta che sarebbe altrimenti esposta a maggiori rischi.

In materia di **mercati**, su impulso della CONSOB e in linea con i criteri di delega, lo schema di decreto opera una semplificazione della relativa disciplina volta a un accrescimento della competitività, semplificando il processo di **approvazione delle modifiche** ai regolamenti dei mercati regolamentati e delle infrastrutture di *post-trading* ed eliminando, anche in questo caso, alcune ridondanze nel riparto di competenze tra CONSOB e Banca d'Italia. In tale ambito si è intervenuti, inoltre, per precisare il principio di **autonomia organizzativa e decisionale** dei gestori dei mercati regolamentati e delle infrastrutture di *post-trading*, in linea con i più recenti orientamenti maturati in ambito internazionale e, in particolare, in sede ESMA e IOSCO.

Con particolare riguardo alla **disciplina degli emittenti**, un nucleo di modifiche va nella direzione auspicata di rafforzare il carattere internazionale dell'ordinamento domestico, rendendolo più facilmente riconoscibile anche da investitori esteri.

L'esigenza di standardizzazione delle regole e la coerenza delle soluzioni adottate in ambito nazionale con le migliori prassi internazionali dovrebbero infatti essere il principale *driver* nella ricerca delle soluzioni normative più efficaci per assicurare un punto di equilibrio tra rilancio della competitività, attraverso la semplificazione delle regole, e tutela degli investitori.

Sono coerenti con questo approccio le modifiche che intervengono su alcuni aspetti della **disciplina generale delle società contenuta nel codice civile**, quanto sulle **disposizioni speciali applicabili alle società con azioni quotate in mercati regolamentati**, ambito normativo caratterizzato da rilevanti interconnessioni.

Le proposte di revisione concernenti la **riscrittura trasversale delle norme concernenti i modelli di governance** dualistico e monistico, ad esempio, eliminano gli attuali rinvii al sistema basato su consiglio di amministrazione e collegio sindacale come modello di riferimento, rendendo tali modelli più facilmente riconoscibili anche da investitori esteri.

È oggetto di revisione la disciplina dell'**OPA obbligatoria**, in cui la soglia di riferimento stabilita al 30% del capitale votante può costituire un fattore di semplificazione e razionalizzazione del quadro giuridico che allinea l'ordinamento nazionale a quanto previsto nei principali Stati membri dell'UE.

Sempre in tema di OPA, l'intervento di riforma rafforza i poteri di vigilanza della CONSOB nella fase preliminare al lancio di un'offerta, attraverso l'inserimento della regola del c.d. ***put up or shut up***, ossia della possibilità per l'Autorità, in presenza di notizie o indiscrezioni in merito a una possibile offerta, di stabilire un termine entro il quale il potenziale offerente deve rendere nota la decisione di promuovere un'offerta.

3. I profili della riforma meritevoli di attenta riflessione

Le modifiche al TUF contemplate dallo schema di decreto introducono innovazioni significative, le cui possibili ricadute, tanto immediate quanto prospettiche, impongono una cauta ed attenta riflessione.

La ricerca di un equilibrio tra la semplificazione delle regole che governano i mercati finanziari e l'adeguata tutela degli investitori, in un ordinamento complesso come quello dei mercati finanziari, è un processo dinamico di composizione tra posizioni giuridiche, esigenze operative e interessi talora divergenti.

È fondamentale, dunque, che gli interventi di riforma guardino in modo bilanciato sia al lato dell'offerta (attraverso misure di favore e di semplificazione per le imprese) sia al lato della domanda (attraverso misure tese ad incentivare la partecipazione degli investitori istituzionali e *retail*) nel mercato dei capitali.

In quest'ottica, alcuni interventi potrebbero essere meglio calibrati, proprio per non compromettere il conseguimento degli obiettivi della riforma.

3.1. La disciplina delle società di nuova quotazione

Per quanto riguarda, nello specifico, la disciplina delle società di nuova quotazione, lo schema di decreto muove principalmente verso l'obiettivo della semplificazione normativa, riservando alle stesse ampi margini di **discrezionalità statutaria**.

Si tratta di un regime normativo opzionale, che richiede l'adozione di apposite modifiche statutarie anteriormente alla quotazione e che, in deroga alle disposizioni comunemente applicabili alle società quotate, riserva alle società interessate **ampi spazi di autonomia** in materia di elezione degli organi di amministrazione e controllo, modifiche statutarie e diritto di recesso, nonché operazioni con parti correlate (articoli da 154.1 a 154.5 del TUF).

La riduzione delle prerogative degli investitori conseguente all'ampliamento dell'autonomia statutaria per le società di nuova quotazione riguarda tanto l'area dei diritti di *voice* (sistemi di nomina degli organi sociali, *quorum* assembleari) quanto quella dei diritti di *exit* (cause di recesso), con ciò rafforzando la posizione dell'azionista di controllo senza introdurre adeguati contrappesi. Ciò potrebbe aumentare il rischio di esternalità negative, condizioni queste che non favoriscono la partecipazione al mercato dei capitali da parte degli investitori istituzionali. In tal senso, le società dovranno attentamente dosare l'autonomia statutaria loro concessa con l'auspicio che possano convergere su modelli di *governance* sufficientemente equilibrati e standardizzati per essere conseguentemente attrattivi.

Appare in controtendenza rispetto alle indicazioni di *best practice* internazionale sulla *corporate governance* la deroga consentita in materia di **operazioni con parti correlate**, tematica che ha sempre costituito un elemento di attenzione degli investitori, italiani ed esteri. Tale deroga, peraltro sovrapponendosi in modo poco chiaro ad altri regimi di favore già previsti o introdotti dallo stesso schema di decreto, può ridurre eccessivamente il novero delle operazioni soggette all'applicazione di presidi di correttezza procedurale e sostanziale, e dunque le tutele previste dall'ordinamento proprio per il caso di operazioni in conflitto di interessi.

Lo schema di decreto contiene, inoltre, una previsione (art. 16) che consente alle società quotate rientranti nella categoria delle "PMI" (con capitalizzazione inferiore a un miliardo di euro) di beneficiare di tale nuovo regime, attraverso apposite delibere di modificazione dello statuto, da assumersi con il meccanismo del c.d. *whitewash* (ossia con il voto favorevole della maggioranza dei soci di minoranza dell'emittente).

Gli emittenti quotati che soddisfano i requisiti per essere classificati come "PMI" – i quali rappresentano circa il 70% del listino⁵ – potranno decidere di assoggettarsi alla nuova disciplina mediante l'introduzione di apposite modifiche statutarie. Tale opzione, configurata secondo un meccanismo di *opt-in*, dovrà avvenire entro il termine di due anni dall'entrata in vigore della riforma, ferma restando la possibilità di apportare ulteriori modifiche statutarie anche successivamente a tale termine.

Tale previsione, applicandosi a società che si sono già da anni rivolte al mercato con un assetto di *governance* più tutelante, comporterebbe un "*cambio in corsa delle regole del gioco*", incidendo non solo sul piano dei diritti di coloro che hanno deciso di investire nelle società interessate, ma anche, potenzialmente, sul valore delle azioni.

Il nuovo regime per le società di nuova quotazione e l'estensione alla PMI potrebbe inoltre determinare una significativa frammentazione della disciplina applicabile agli emittenti, non conciliandosi con gli obiettivi ultimi della riforma. In prospettiva, nel nuovo assetto delineato, il panorama degli emittenti potrebbe articolarsi in tre distinte categorie: le società di nuova quotazione; le PMI già quotate (che potranno scegliere se aderire o meno al nuovo regime); le società quotate di maggiori dimensioni, a cui continuerà ad applicarsi la disciplina ordinaria. Nell'ambito delle prime due categorie potranno, inoltre, emergere ulteriori elementi di differenziazione, derivanti dalle opzioni statutarie che la riforma intende riconoscere alle singole società, a detrimento della sistematicità delle regole dell'ordinamento e della riconoscibilità dei suoi principi fondamentali da parte degli investitori. Ciò anche in considerazione del fatto che le PMI italiane, così come le imprese europee di piccola e media dimensione, beneficiano di una limitata copertura da parte della ricerca finanziaria, con conseguenti riflessi in termini di ridotta visibilità e interesse da parte degli investitori istituzionali.

In altri ordinamenti, le esigenze di semplificazione sono state conciliate con la necessità di garantire agli investitori chiarezza dei riferimenti normativi e dei relativi regimi.

⁵ Si rammenta che ai sensi dell'art. 2-ter del Regolamento Emittenti, "*Entro il 31 gennaio la Consob pubblica sul proprio sito internet l'elenco delle PMI, sulla base dei valori della capitalizzazione da essa calcolati*".

In chiave comparata, merita un richiamo il modello britannico delineato dal *New Listing Regime*, in vigore da luglio 2024, che ha abolito i segmenti *Premium* e *Standard* della *Official List* (ossia il listino degli strumenti ammessi a quotazione ufficiale nel Regno Unito), unificandoli nel nuovo comparto *Equity Shares – Commercial Companies* (ESCC).

Prima della riforma, il segmento *Premium* imponeva agli emittenti requisiti particolarmente rigorosi in materia di solidità dei bilanci, assetti di governance e continuità operativa, con oneri amministrativi e organizzativi significativi, ma assicurando al contempo una maggiore riconoscibilità sul mercato e l'accesso agli indici FTSE. Il segmento *Standard*, al contrario, prevedeva condizioni di ammissione minime, favorendo un ingresso più rapido e meno gravoso sul mercato, ma risultando, per tali ragioni, meno attrattivo per gli investitori istituzionali. Il nuovo segmento ESCC si basa invece su norme comuni e uniformi per tutte le società, assicurando che ogni emittente sia sottoposto agli stessi standard regolamentari. Le regole di ammissione sono semplificate e meno onerose, la governance è resa più flessibile e le soglie di accesso sono calibrate per favorire un ampliamento della platea di imprese quotabili. La tutela degli investitori è garantita da un regime coerente di trasparenza e obblighi informativi, applicabile tanto in sede di offerta pubblica iniziale quanto nella fase successiva alla quotazione.

In conclusione, la nuova disciplina appare meritevole di riflessione, anche al fine di una sua eventuale e graduale estensione alle PMI già quotate.

3.2. Le nuove regole sullo svolgimento delle assemblee

Un'altra area in cui la riforma riconosce alle società quotate ulteriori e ampi margini di **discrezionalità** è rappresentata dalle nuove disposizioni sullo **svolgimento delle assemblee**.

Il nuovo testo dell'art. 125-bis.1, co. 1 e 2, del TUF prevede che, in mancanza di opzione statutaria espressa, la scelta delle modalità di partecipazione e di voto sia rimessa all'organo amministrativo, il quale può definirle nell'avviso di convocazione o mediante un apposito "*regolamento*" consiliare. Accanto alla tradizionale convocazione in presenza fisica, la norma consente di prevedere forme alternative di partecipazione e di voto, quali l'utilizzo di mezzi di telecomunicazione, il ricorso al rappresentante designato dalla società ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica.

Le soluzioni contenute nello schema di decreto si innestano nel solco già tracciato dalla legislazione emergenziale dettata nel contesto della pandemia da Covid-19 e, successivamente, dalla Legge Capitali, le quali avevano introdotto strumenti volti a favorire una maggiore flessibilità nelle modalità di svolgimento delle assemblee. La riforma ne estende ora l'applicazione in via generale, in un'ottica di efficientamento e di semplificazione organizzativa, pur determinando, in prospettiva, un mutamento della funzione tradizionalmente attribuita all'adunanza assembleare come sede privilegiata di informazione e di confronto tra i soci.

Le misure di semplificazione, accompagnate da una serie di modifiche alla disciplina dei diritti dei soci, rappresentano un passo significativo verso l'attualizzazione delle regole che presidiano la partecipazione assembleare. Al tempo stesso, la loro introduzione merita un'attenta ponderazione, al fine di assicurare che l'obiettivo di semplificazione non incida, neppure indirettamente, sulla piena effettività dei diritti di intervento e di voto riconosciuti agli azionisti, nel rispetto della Direttiva sui diritti degli azionisti (2007/36/CE).

Ciò può realizzarsi, innanzitutto, attraverso il ripristino del principio secondo il quale l'organo amministrativo può deliberare le modalità più opportune per la specifica assemblea solo nell'ambito delle opzioni contemplate dallo statuto per lo svolgimento della stessa e nei limiti di esso (non tramite il mero regolamento consiliare), affinché i soci in assemblea straordinaria si pronuncino sulle modifiche statutarie relative alla suddetta materia.

Nell'ottica della semplificazione si muove anche la disposizione che consente alle società, in caso di assemblee tenute in presenza fisica o mediante mezzi di telecomunicazione, di prevedere **una soglia minima individuale di partecipazione al capitale sociale** – comunque non superiore all'uno per mille – quale requisito per intervenire nell'ambito della discussione assembleare, con l'obiettivo di garantire un ordinato svolgimento dei lavori e arginare il fenomeno dei c.d. *"disturbatori di assemblee"*.

Tenuto conto dell'eterogeneità dei valori di capitalizzazione delle società quotate nel mercato regolamentato, la soglia individuale di possesso azionario non dovrebbe essere parametrata al capitale sociale, in quanto nelle società di maggiori dimensioni tale criterio potrebbe tradursi, in termini economici, in un investimento oltremodo oneroso.

Secondo una prima stima (sulla base di dati di capitalizzazione aggiornati a fine 2024), per partecipare alla discussione nel corso dell'assemblea di una società del FTSE-MIB – che preveda una soglia di possesso azionario pari allo 0,1% – occorrerebbe, in media, un **investimento di 15 milioni di euro**.

Sarebbe, in proposito, preferibile ancorare la soglia a un differente parametro, che può essere - ad esempio - commisurato al complessivo **controvalore delle azioni possedute**, entro limiti ragionevoli e proporzionati alla finalità perseguita, oppure rapportato al **numero delle azioni possedute**, come avviene in Spagna⁶.

A prescindere dalle soluzioni normative che saranno adottate, è auspicabile che le società facciano ricorso all'autonomia statutaria loro concessa in modo prudente, affinché le opzioni statutarie - anche su tale delicata materia - non si traducano in una irragionevole compromissione dei diritti di tutti i soci. Proprio al fine di consentire la necessaria ponderazione delle scelte statutarie sarebbe in ogni caso utile prevedere un adeguato lasso di tempo per l'efficacia delle nuove disposizioni anche avuto riguardo all'approssimarsi della stagione assembleare per il 2026.

⁶ Nell'ordinamento spagnolo, infatti, si consente alle società di prevedere nello statuto una soglia necessaria ai fini della partecipazione al dibattito assembleare in misura non superiore a 1.000 azioni.

3.3. Il down-listing

Lo schema di decreto introduce una disciplina che consente alle società quotate di deliberare, in assemblea, al ricorrere di talune condizioni specificamente previste (art. 133 del TUF)⁷ il c.d. *down-listing* delle proprie azioni dal mercato regolamentato a un sistema multilaterale di negoziazione (MTF). Rientrano nella categoria degli MTF anche i mercati di crescita per le PMI (come, ad es., *Euronext Growth Milan*), i quali si distinguono per un impianto regolamentare più “leggero”, con minori oneri di *compliance* e requisiti organizzativi semplificati rispetto a quelli richiesti per l’ammissione e la permanenza nel mercato regolamentato.

L’obiettivo di fondo della riforma è favorire la permanenza delle imprese nel circuito del mercato dei capitali, in luogo di un puro e semplice *delisting*, e sotto tale aspetto appare condivisibile. La disciplina così introdotta, tuttavia, presenta evidenti rischi per gli investitori, i quali, ad esito del trasferimento della quotazione dal mercato regolamentato all’MTF, si ritroverebbero in portafoglio titoli il cui valore potrebbe risentire negativamente (anche) del minore grado di liquidità degli stessi.

Nei primi dieci mesi del 2025, il controvalore mensile negoziato su EGM risultava pari all’1,7% della sua capitalizzazione, inferiore a quello registrato dal primo mercato di crescita per capitalizzazione del gruppo Euronext (ossia *Euronext Growth Paris*, per il quale il dato si attestava al 3,3%), a fronte di un valore dell’8,2% rilevato per il mercato regolamentato EXM.

Si auspica pertanto che, in aggiunta alle condizioni già previste dallo schema di decreto per tale tipo di operazione, le tutele per gli azionisti dell’emittente possano essere ulteriormente rafforzate con il riconoscimento espresso del **diritto di recesso** spettante agli azionisti dissenzienti.

Quanto poi ai *quorum* deliberativi (la cui fissazione è demandata alla regolamentazione della CONSOB), sarebbe utile prevedere già nella norma primaria la **sterilizzazione** della maggiorazione dei diritti di voto o dei diritti di voto plurimo (se del caso presenti) in seno alla adunanza assembleare chiamata a deliberare sul *down-listing* in modo da ridurre il rischio di condotte opportunistiche da parte del socio di controllo.

⁷ Si richiede, in particolare, che:

- a) il gestore del mercato regolamentato accerti che il sistema multilaterale di destinazione preveda regole che assicurano un livello di tutela equivalente a quello di cui al Titolo II Capo II, Sezione II in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio, secondo i criteri stabiliti dalla CONSOB con regolamento;
- b) l’assemblea straordinaria dell’emittente abbia approvato, almeno due mesi prima che esso abbia luogo, il trasferimento delle negoziazioni con le maggioranze previste dalla CONSOB con regolamento;
- c) l’emittente abbia assicurato, almeno due mesi prima della data prevista per il trasferimento, la diffusione di informazioni circa le ragioni e le conseguenze dell’operazione per gli investitori, con le modalità stabilite dalla CONSOB con regolamento.

3.4 La sterilizzazione della maggiorazione dei diritti di voto e del voto plurimo

Proprio in relazione al tema da ultimo richiamato – ossia il ripristino del principio di **one share - one vote** ai fini dell’assunzione di talune delibere assembleari particolarmente impattanti sui diritti degli azionisti – si rendono necessarie alcune considerazioni aggiuntive poiché contribuisce alla separazione tra proprietà e controllo ed influisce nelle relazioni tra soci e nelle dinamiche di investimento.

L’intervento di riforma, infatti, può rappresentare l’occasione per ricalibrare le modifiche introdotte dalla Legge Capitali in materia di voto maggiorato e azioni a voto plurimo – che hanno determinato un significativo rafforzamento dei sistemi di moltiplicazione del diritto di voto, senza introdurre specifici presidi di tutela degli azionisti di minoranza – tenendo conto dei presidi peraltro contemplati nella recente Direttiva (UE) 2024/2810 sulle azioni a voto plurimo, inclusa nel pacchetto *Listing Act*⁸.

Queste ultime misure hanno previsto, in particolare, l’innalzamento da tre a dieci del numero massimo dei diritti di voto che le società quotate possono prevedere in via statutaria per il voto maggiorato (ai sensi dell’art. 127-*quinquies* del TUF), nonché dei diritti di voto plurimo attribuibili a tale categoria di azioni (art. 127-*sexies* del TUF). Tali istituti – ammessi anche negli altri Stati membri dell’UE seppur con talune limitazioni – appaiono funzionali allo sviluppo soprattutto di particolari realtà imprenditoriali, in quanto forniscono un importante strumento di stabilità all’assetto proprietario e decisionale.

A fine 2024 il voto maggiorato è previsto nello statuto di 72 emittenti (74 nel 2023), rappresentativi del 14,7% del valore totale di mercato. Il 68% di questi emittenti (49 società) è classificabile come PMI. Inoltre, tra gli emittenti che hanno introdotto il voto maggiorato, dieci hanno previsto un voto maggiorato rafforzato, con la possibilità di maturare fino a dieci voti per azione in otto casi e fino a tre voti in due casi. Le società che hanno previsto il voto plurimo sono sei (in linea con il 2023). Le società che hanno introdotto azioni a voto maggiorato e/o plurimo sono in prevalenza di minori dimensioni e controllate da famiglie; in queste società la quota media detenuta dal principale azionista è pari al 56,2%, valore sensibilmente maggiore di quello registrato nelle società che non adottano tali azioni, pari al 43%.

La CONSOB ha più volte ribadito l’opportunità di introdurre **alcune salvaguardie** per tali particolari strutture di voto, traendo spunto da quanto previsto in materia dalla citata Direttiva e in altri ordinamenti occidentali (Spagna, Francia, Germania, Portogallo, Regno Unito) e cercando un più opportuno equilibrio tra emittenti e investitori.

In particolare, si auspica che venga introdotta la **sterilizzazione dei diritti di voto maggiorato o plurimo per talune deliberazioni** assembleari particolarmente “critiche” dal punto di vista della tutela degli azionisti. Si tratta, segnatamente, di quelle delibere

⁸ A tal riguardo, si rammenta che la legge 13 giugno 2025, n. 91 (Legge di delegazione europea 2024) contiene – all’art. 13 – i principi e i criteri direttivi per il recepimento di tale direttiva, tra l’altro, al fine di garantire un’adeguata tutela degli interessi degli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo.

aventi ad oggetto le operazioni che determinano l'uscita della società dal mercato regolamentato (*i.e.* fusioni volte al *delisting*, trasferimento di sede di negoziazione su un mercato regolamentato estero ex art. 133 o il nuovo *down-listing*, l'approvazione dell'acquisto totalitario introdotto con il nuovo art. 112-*bis*, del TUF, di cui si dirà di seguito) o il trasferimento della sede sociale all'estero.

In aggiunta a tali ipotesi – e per analoghe esigenze di tutela degli azionisti di minoranza – si potrebbe altresì valutare la sterilizzazione dei diritti di voto maggiorato o plurimo per le delibere assembleari concernenti la responsabilità degli amministratori (art. 2393 cod. civ.).

3.4. Il nuovo “acquisto totalitario su autorizzazione dei soci”

Un esame a parte merita il nuovo istituto dell'**acquisto totalitario su autorizzazione dei soci** (c.d. *scheme of arrangement*, come denominato nel diritto anglosassone da cui è mutuato), introdotto dallo schema di decreto (art. 112-*bis* del TUF). Si tratta in sostanza di una nuova modalità di acquisto totalitario da parte di un soggetto terzo o già azionista della società *target*, alternativa alla promozione di un'OPA/OPS finalizzata al *delisting*. Tale schema presenta alcuni profili di criticità.

La nuova disciplina consentirebbe alla società quotata di deliberare in sede di assemblea straordinaria la cessione in blocco di tutte le azioni a un soggetto acquirente, individuato dal consiglio di amministrazione “*valutato l'interesse della società su conforme parere di un comitato di amministratori indipendenti*”, ad un prezzo già determinato. Al momento lo schema di decreto si limita a prevedere che: *i)* il corrispettivo della cessione (esclusivamente in denaro) non possa essere inferiore alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni nei sei mesi precedenti; e che *ii)* l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria avvenga anche con il meccanismo del c.d. *whitewash*, ossia con il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente diversi dal proponente – se già azionista della *target* – e/o dal socio di controllo o di maggioranza relativa superiore al 10% – considerando anche eventuali relazioni di concerto.

Dal punto di vista dell'informativa agli azionisti, l'art. 112-*bis* prevede la pubblicazione della relazione illustrativa per l'assemblea redatta dal consiglio di amministrazione della *target* (contenente fra l'altro il parere motivato degli amministratori indipendenti sulla proposta e sulla congruità del corrispettivo) in relazione alla quale l'Autorità non ha alcun potere di verifica preventiva e approvazione, diversamente dal documento di offerta nelle OPA che invece è oggetto di specifica approvazione. L'Autorità disporrebbe essenzialmente di poteri di tipo informativo, nonché di natura cautelare e interdittiva ove riscontri violazioni di legge o di regolamento. Inoltre, l'Autorità potrebbe imporre che l'acquisto avvenga a un prezzo superiore a quello determinato nella proposta, quando vi sia stata collusione tra il potenziale acquirente e uno o più soci della società *target*, oppure nei casi in cui vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.

Se l'assemblea dovesse approvare l'operazione con i *quorum* richiesti, tutti gli azionisti (anche quelli che non abbiano partecipato all'assemblea così come quelli che non abbiano

votato a favore) dovrebbero cedere le proprie azioni al prezzo proposto, senza necessariamente ricevere un premio da *delisting*.

In sintesi, mentre l'offerta pubblica di acquisto volta al *delisting* è una procedura di mercato vagliata dalla CONSOB tramite, *in primis*, l'approvazione formale del documento di offerta, la procedura di vendita totalitaria arriva a conseguire il *delisting* in modo più semplice e potenzialmente meno oneroso. La nuova procedura anticipa l'effetto "espropriativo" che nell'OPA si attiva solo in caso di gradimento dell'operazione da parte dei soci e di adesione da parte del 90% del capitale, in un arco temporale più ampio e definito nel quale spesso si attivano meccanismi virtuosi di incremento del prezzo a beneficio degli oblati.

In questa prospettiva, è opportuno innanzitutto **potenziare le tutele per gli azionisti** interessati, attraverso la previsione di un *quorum* deliberativo rafforzato (ad esempio pari al 75% del capitale sociale, come previsto dal *Companies Act* nel Regno Unito) – non apparendo di per sé sufficiente l'approvazione con il solo meccanismo del *whitewash* – e la previsione della sterilizzazione degli eventuali diritti di voto maggiorato o plurimo esistenti, misura quest'ultima potenzialmente funzionale anche alla realizzazione dell'operazione ove colpisca, nel concreto, la maggiorazione imputabile ai soci contrari alla stessa.

Si ritiene necessaria almeno una **ricalibrazione dei poteri da attribuirsi all'Autorità**, prevedendo la sottoposizione della documentazione assembleare (ossia la relazione illustrativa contenente gli elementi della proposta negoziale) all'esame preliminare della CONSOB. Ciò consentirebbe all'Autorità di indicare eventuali modifiche o integrazioni necessarie affinché i soci possano pervenire ad un giudizio sull'operazione con cognizione di causa rispetto all'operazione ed ai suoi effetti, nonché di verificare il rispetto della parità di trattamento e l'eventuale sussistenza dei presupposti per il rialzo del prezzo, come consentito dallo schema di decreto. **Consentire a CONSOB uno scrutinio preventivo della relazione illustrativa avrebbe evidenti vantaggi anche per la società** specialmente ove l'operazione si svolga in un contesto societario particolarmente conflittuale.

Al riguardo, si rappresenta che lo *scheme of arrangement* nella disciplina inglese richiede inoltre un **vaglio da parte dell'Autorità giudiziaria** competente sia ai fini della convocazione dell'assemblea (chiamata a pronunciarsi sulla proposta) sia ai fini dell'autorizzazione dell'operazione successivamente alla delibera assembleare. Analoga disciplina è presente nell'ordinamento dell'Australia, nel quale si assegna **all'Autorità di vigilanza dei mercati finanziari (ASIC) lo scrutinio preventivo** sulla proposta negoziale da sottoporre successivamente al vaglio giudiziale.

Le modifiche auspiccate renderebbero l'istituto più aderente al modello anglosassone e ai principi stabiliti a livello unionale dalla Direttiva OPA (2004/25/CE), che prevede l'obbligo di OPA in caso di cambio di controllo di una società quotata come ordinario strumento di

tutela degli azionisti di minoranza, nonché l'obbligo di pubblicazione di un documento di offerta da sottoporre preliminarmente all'Autorità di vigilanza competente.

4. Conclusioni

Nel riassumere gli aspetti meritevoli di ripensamento, soprattutto con riguardo alla disciplina degli emittenti, alcune modifiche al TUF affrontano temi molteplici e altamente sensibili, le cui ricadute, tanto immediate quanto prospettiche, impongono una riflessione attenta.

Il riferimento è, come già illustrato, alle nuove disposizioni in materia di imprese che intendono quotarsi, all'intervento in assemblea, al c.d. *down-listing* e all'acquisto totalitario su autorizzazione assembleare, senza trascurare l'importanza di un intervento che limiti il voto maggiorato o plurimo in relazione a determinate delibere ad alto impatto o introduca presidi come il diritto di recesso.

Nella regolamentazione dei mercati finanziari occorre tenere in equilibrio le diverse istanze provenienti, da un lato, dalle imprese, interessate dalla semplificazione delle regole e, dall'altro, gli investitori istituzionali e *retail*, interessati alla valorizzazione della propria posizione, di modo che risultino congiuntamente rafforzate la competitività del sistema finanziario e la tutela degli investitori per conseguire l'obiettivo di sostenere la crescita del Paese.

Sui profili dello schema di decreto poc'anzi menzionati vi è motivo di auspicare che il dibattito parlamentare possa contribuire a una ridefinizione delle citate disposizioni, così da pervenire a una disciplina equilibrata, coerente con le migliori prassi europee e adeguata a perseguire gli obiettivi della riforma.

Obiettivi che la CONSOB condivide e rispetto ai quali continuerà ad offrire il proprio contributo nella ricerca delle opportune soluzioni normative e attraverso la propria azione di vigilanza.