

Schema di decreto legislativo recante «recepimento della direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione e adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali»

Relazione illustrativa

Il "*Listing Act*" è un pacchetto di misure legislative presentate dalla Commissione europea il 7 dicembre 2022 e approvate dai colegislatori europei nel corso del 2024.

Il *Listing Act* riveste un ruolo cruciale nell'armonizzazione del quadro normativo europeo, prevedendo interventi normativi sistematici finalizzati a ridurre gli oneri regolamentari, a rafforzare il sistema finanziario europeo e a garantire un livello di trasparenza maggiore. Ciò al fine di rendere i mercati dei capitali più attraenti per le imprese dell'Unione europea e di facilitare l'accesso al capitale da parte delle piccole e medie imprese. Al tempo stesso, il pacchetto normativo assicura una maggiore tutela per gli investitori e per l'integrità del mercato, confermando l'impegno dell'Unione europea nel creare nuove opportunità di crescita e di accesso al capitale per le imprese.

Il *Listing Act* si compone:

- del regolamento (UE) 2024/2809 (regolamento *Listing Act*) che modifica:
 - a) il regolamento (UE) 2017/1129 in materia di prospetto informativo (regolamento Prospetto);
 - b) il regolamento (UE) 2014/596 in materia di abusi di mercato (*Market Abuse Regulation* -MAR)
 - c) il regolamento (UE) n. 600/2014 disciplinante il mercato degli strumenti finanziari (*Markets In Financial Instruments Regulation* - MiFIR);
- della direttiva (UE) 2024/2811 che modifica la direttiva (UE) 2014/65 (*Markets in financial instruments directive* - MiFID II) e che abroga la direttiva (UE) 2001/34/CE (*Listing Directive*);
- della direttiva (UE) 2024/2810 in materia di azioni a voto plurimo (direttiva sulle azioni a voto plurimo) per le società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione (*Multilateral Trading Facility* - MTF).

Il *Listing Act* riveste un ruolo cruciale nell'armonizzazione del quadro normativo europeo, riducendo gli oneri regolamentari, modificando le soglie di esenzione e snellendo la burocrazia per le imprese. Questo intervento contribuisce soprattutto a rafforzare il sistema finanziario europeo e a favorire l'integrazione dei mercati dei capitali.

Il decreto legislativo in esame recepisce la direttiva (UE) 2024/2810 in tema di voto plurimo e adegua l'ordinamento nazionale alle disposizioni del



regolamento (UE) 2024/2809, che modifica, tra l'altro, il regolamento (UE) 2014/596 (regolamento MAR) in tema di abusi di mercato.

Contesto e finalità della direttiva (UE) n. 2024/2810.

La direttiva (UE) 2024/2810 stabilisce disposizioni comuni in materia di strutture azionarie a voto plurimo (*Multiple Voting Shares* - MVS) nelle società che chiedono l'ammissione delle proprie azioni alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), compresi i mercati di crescita per le piccole e medie imprese (PMI), prevedendo norme dettagliate su come le società possano adottare o modificare le strutture azionarie a voto plurimo, le garanzie per proteggere gli azionisti ordinari e la trasparenza richiesta nei mercati pubblici.

In particolare, stabilisce:

- le condizioni per l'adozione o la modifica di strutture azionarie a voto plurimo prima dell'ammissione alla negoziazione;
- garanzie per gli azionisti senza azioni a voto plurimo;
- requisiti di informativa e di trasparenza per le società con strutture azionarie a voto plurimo;
- norme uniformi di identificazione per le azioni soggette a strutture azionarie a voto plurimo;
- obblighi di relazione e di revisione per gli Stati membri dell'Unione europea e per la Commissione europea.

I destinatari delle misure previste dalla direttiva (UE) 2024/2810 sono le società che chiedono per la prima volta l'ammissione delle proprie azioni alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione e che non hanno già azioni quotate su un MTF o su un mercato regolamentato. Le società già quotate sono, invece, escluse dalle disposizioni fondamentali della direttiva. Sono previste delle misure di garanzia per gli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo e per garantire un processo decisionale equilibrato. In tale ottica, invero, è previsto che:

- le modifiche delle strutture azionarie a voto plurimo che incidono sui diritti di voto devono sempre essere approvate a maggioranza qualificata, con votazioni separate per ciascuna classe interessata;
- gli Stati membri devono imporre un rapporto massimo tra i diritti di voto alle azioni a voto plurimo e i diritti di voto ordinari oppure richiedere regole di maggioranza rafforzate per le decisioni chiave della società;
- possono essere introdotte ulteriori garanzie nazionali, quali clausole di decadenza che pongono fine ai diritti di voto plurimo dopo:
 - a) il trasferimento (clausola di decadenza basata sul trasferimento);
 - b) un determinato periodo di tempo (clausola di decadenza basata sul tempo);
 - c) il verificarsi di eventi specifici (clausola di decadenza basata sugli eventi).

La direttiva prevede, inoltre, norme specifiche in tema di trasparenza e di informativa. In particolare, prevede che le società con strutture azionarie a voto plurimo debbano fornire informazioni chiare e complete sulla loro struttura azionaria per garantire che gli investitori possano prendere decisioni consapevoli. Le informazioni includono:

- i diritti connessi a ciascuna categoria di azioni, la loro percentuale sul capitale sociale e il numero totale di voti che ciascuna categoria



rappresenta che devono figurare nei prospetti o nei documenti di ammissione equivalenti ed essere aggiornate nelle relazioni finanziarie annuali, se necessario;

- le restrizioni al trasferimento delle azioni o ai diritti di voto;
- l'identità dei detentori di azioni a voto plurimo che controllano più del 5% dei diritti di voto totali (solo i nomi delle persone fisiche), se noti alla società.

La direttiva è entrata in vigore il 4 dicembre 2024 e prevede che gli Stati membri la recepiscano entro il 5 dicembre 2026.

Infine, la direttiva prevede misure di riesame e, in particolare che entro il 5 dicembre 2027 gli Stati membri forniscano alla Commissione europea le seguenti informazioni:

- a) numero di società che al 4 dicembre 2026 presentano una struttura con azioni a voto plurimo ammesse alla negoziazione in ciascun sistema multilaterale di negoziazione e mercato regolamentato;
- b) il numero di società che presentano una struttura con azioni a voto plurimo ammesse alla negoziazione in ciascun sistema multilaterale di negoziazione e mercato regolamentato successivamente al 4 dicembre 2026;
- c) il settore in cui operavano e la capitalizzazione delle società di cui alle lettere a) e b) al momento dell'ammissione alla negoziazione;
- d) le garanzie eventualmente poste dallo Stato a tutela degli investitori.

Sulla base delle informazioni fornite dagli Stati membri, entro il 5 dicembre 2028, la Commissione europea presenta una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio dell'Unione europea sull'attuazione e sull'efficacia della direttiva, pronunciandosi anche in merito all'estensione del suo ambito di applicazione.

Il nostro ordinamento è per la gran parte già conforme alle misure previste dalla direttiva (cfr. Codice civile e TUF). Pertanto, lo schema di decreto in esame recepisce le disposizioni di cui all'articolo 5 della direttiva (UE) 2024/2810 in materia di trasparenza, mentre, si è ritenuto, di non procedere al recepimento delle disposizioni di cui all'articolo 4 della direttiva che prevede la possibilità per gli Stati membri di introdurre clausole di salvaguardia opzionali, quali clausole di decadenza:

- in caso di trasferimento delle azioni a voto plurimo;
- dopo un determinato periodo di tempo (*sunset clauses*);
- dopo il verificarsi di un particolare evento.

Contesto e finalità dell'articolo 2 del regolamento (UE) 2024/2809.

L'articolo 2 del regolamento (UE) 2024/2809 (regolamento *Listing Act*) modifica il regolamento (UE) 596/2014 (*Market Abuse Regulation - MAR*) al fine di perseguire l'obiettivo di migliorare la chiarezza giuridica, riconsiderare i requisiti sproporzionati per gli emittenti e accrescere l'attrattiva complessiva dei mercati dei capitali dell'Unione europea, garantendo allo stesso tempo un adeguato livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato.

Diverse sono le principali novità apportate dal regolamento in esame.

In tema di informazioni privilegiate di cui all'articolo 17 del MAR sono introdotte le seguenti modifiche:

- in caso di processo prolungato di formazione dell'informazione privilegiata, l'emittente dovrà comunicare solo le informazioni relative



all'evento finale di tale processo prolungato e non più le singole "tappe intermedie", qualora tali tappe siano collegate alla concretizzazione o alla determinazione di particolari circostanze o di un particolare evento (ad esempio, per gli accordi contrattuali si ritiene che l'evento finale si verifichi quando le condizioni essenziali di tali accordi siano state concordate); questo consente agli emittenti di essere sgravati dall'onere di attivare la procedura del ritardo, ove non intendano procedere con la comunicazione al pubblico della tappa intermedia (nuovo articolo 17, paragrafo 1 MAR);

- il conferimento alla Commissione europea del potere di adottare un atto delegato per stabilire e riesaminare, ove necessario, un elenco non esaustivo di informazioni pertinenti e, per ciascuna informazione, il momento in cui si può ragionevolmente prevedere che l'emittente sia tenuto a comunicarla al pubblico (nuovo articolo 17, paragrafo 12, MAR);
- con riferimento alla disciplina del ritardo, l'emittente potrà ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, qualora:
 - a) sussista un legittimo interesse in capo all'emittente nel ritardare la comunicazione;
 - b) la comunicazione che si intende ritardare non è in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico
 - c) sia garantita la confidenzialità dell'informazione (nuovo articolo 17, paragrafo 4, MAR).

In materia di sanzioni:

- l'impianto sanzionatorio previsto dal MAR è stato riformulato in modo da liquidare l'importo delle sanzioni in via proporzionale alle dimensioni dell'impresa. L'elemento di novità consiste nel fatto che le nuove norme prevedono che, in alcuni casi, gli Stati membri possano irrogare nei confronti delle persone giuridiche sanzioni amministrative stabilite in misura fissa solo qualora l'importo calcolato in base al fatturato risulti non proporzionato alle circostanze dell'illecito;
- viene eliminato l'automatismo sanzionatorio in materia di abusi di mercato, in base al quale l'applicazione di una sanzione pecuniaria importa, *ex lege*, l'applicazione della sanzione interdittiva accessoria;
- viene ampliato l'ambito soggettivo di applicazione delle sanzioni amministrative accessorie di cui all'articolo 30 di MAR, includendo anche gli amministratori di indici di riferimento o contributori sottoposti a vigilanza ai sensi del regolamento (UE) 2016/1011.

Si illustra, di seguito, il contenuto delle norme introdotte nello schema di articolato.

Articolo 1 (Disposizioni di recepimento nell'ordinamento nazionale dell'articolo 5 della direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024).

L'articolo 1 dello schema di decreto legislativo introduce nel TUF il nuovo articolo 66-bis.1 (*Ammissione alle negoziazioni di società con strutture a voto plurimo*) al fine di dare attuazione a quanto previsto dall'articolo 5 della direttiva (UE) 2024/2810, in materia di trasparenza.

La norma prevede che le società che hanno emesso azioni con diritto di voto plurimo siano tenute a fornire informazioni chiare e complete sulla loro



struttura azionaria per garantire che gli investitori possano prendere decisioni informate e consapevoli.

Specificatamente, esse sono tenute a rendere note le informazioni concernenti:

- la struttura del capitale sociale della società con l'indicazione delle varie categorie di azioni e, per ciascuna categoria di azioni:
 - 1) i diritti e gli obblighi connessi alle azioni in tale categoria;
 - 2) la percentuale del capitale sociale totale o del numero complessivo di azioni che le azioni di tale categoria rappresentano;
 - 3) il numero totale di voti che le azioni di tale categoria rappresentano;
- eventuali restrizioni al trasferimento di azioni, compresi gli accordi tra azionisti noti alla società e che potrebbero comportare tali restrizioni;
- eventuali restrizioni ai diritti di voto delle azioni, compresi gli accordi tra azionisti noti alla società e che potrebbero comportare tali restrizioni;
- l'identità, se nota alla società, degli azionisti che detengono azioni a voto plurimo che rappresentano più del 5% del totale dei diritti e delle persone fisiche o dei soggetti giuridici autorizzati a esercitare i diritti di voto per conto di tali azionisti.

Le informazioni di cui sopra devono figurare nei prospetti o nei documenti di ammissione equivalenti ed essere aggiornate nelle relazioni finanziarie annuali.

Il sistema multilaterale di negoziazione assicura che le azioni delle società che hanno emesso azioni con diritto di voto plurimo ammesse alle negoziazioni in tale sede di negoziazione siano chiaramente identificate come tali. Parimenti, le società medesime informano i gestori del mercato in merito all'esistenza di strutture con azioni a voto plurimo.

In ultimo, viene previsto che la Consob, quale Autorità competente, possa dettare eventuali disposizioni di attuazione della disposizione in esame.

Articolo 2 (Adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809 del 23 ottobre 2024 che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014).

L'**articolo 2** dello schema di decreto legislativo adegua l'ordinamento nazionale all'articolo 2 del regolamento (UE) 2024/2809, concernente le modifiche al regolamento (UE) n. 596/2014 (noto anche come MAR) in materia di abusi di mercato.

In particolare, l'**articolo 2, comma 1, lettera a)**, in attuazione del criterio di delega di cui all'articolo 13, comma 1, lettera g), della Legge di delegazione europea 2024, modifica l'articolo 114, comma 3 del TUF, prevedendo che gli emittenti quotati, in caso di ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, trasmettano su successiva richiesta della Consob la documentazione comprovante l'assolvimento dell'obbligo previsto dall'articolo 17, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 596/2014 e dalle relative norme tecniche di attuazione.



Tale disposizione è stata introdotta in attuazione di MAR, esercitando l'opzione in tal senso prevista per gli Stati membri¹, al fine di evitare l'invio massivo alla Consob di documentazione concernente i casi di ritardo da parte degli emittenti.

Il nuovo impianto normativo europeo disegnato dal regolamento (UE) 2024/2809 da un lato prevede la comunicazione al pubblico solo in relazione all'evento finale nei processi prolungati² e, dall'altro, circoscrive meglio le condizioni al ricorrere delle quali è consentito il ritardo³.

Ciò potrà determinare una concreta riduzione dei casi in cui gli emittenti ricorrono alla procedura di ritardo, il che potrebbe comportare l'opportunità di prevedere l'invio di *default* alla Consob della citata documentazione. Al fine di effettuare tali valutazioni, pertanto, si ritiene opportuno demandare la materia alla regolamentazione secondaria della Consob.

L'articolo 2, comma 1, lettera b), modifica l'articolo 187-ter.1 del TUF, rubricato «*Sanzioni relative alle violazioni delle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014*».

Come premesso, il principale elemento di novità recato dal regolamento *Listing Act* in materia sanzionatoria è dato dal fatto che le nuove norme prevedono in alcuni casi che gli Stati membri possano irrogare nei confronti delle persone giuridiche sanzioni amministrative stabilite in misura fissa solo qualora l'importo calcolato in base al fatturato risulti non proporzionato alle circostanze dell'illecito.

Per quanto concerne le violazioni degli articoli 14 (abuso di informazioni privilegiate), 15 (manipolazione) e 16 (STOR), di MAR, il trattamento

1 In particolare, l'articolo 17, paragrafo 4, di MAR, anche a seguito delle modifiche apportate dal Regolamento *Listing Act*, prevede che: *“Se ha ritardato la comunicazione di informazioni privilegiate a norma del presente paragrafo, l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni comunica tale ritardo all'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3 e fornisce per iscritto una spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni di cui al presente paragrafo, immediatamente dopo che le informazioni sono state comunicate al pubblico. In alternativa, gli Stati membri possono disporre che una registrazione di tale spiegazione debba essere presentata solo su richiesta dell'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3”*.

2 In particolare, si prevede:

- l'esclusione dell'obbligo di pubblicazione rispetto alle fasi intermedie di tale processo. Gli emittenti saranno obbligati a divulgare solo l'informazione relativa al verificarsi dell'evento finale, con il quale si conclude l'intero processo prolungato;
- il rinvio agli atti delegati della Commissione per elaborare una lista non esaustiva degli eventi finali nei processi prolungati e, per ciascun evento, il momento in cui si ritiene avvenuto, nonché delle situazioni in cui l'informazione privilegiata che l'emittente intende ritardare è in contrasto con l'ultimo annuncio pubblico o altro tipo di comunicazione dell'emittente sullo stesso argomento cui si riferisce l'informazione privilegiata.

3 Le nuove condizioni previste dall'articolo 17, paragrafo 4, di MAR sono le seguenti:

- la comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni;
- le informazioni privilegiate di cui l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni intende ritardare la comunicazione non sono in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni in relazione alla stessa questione a cui si riferiscono le informazioni privilegiate;
- l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni.



sanzionatorio è rimasto sostanzialmente invariato (rispetto a quello vigente), l'elemento di novità è dato dal regime sanzionatorio per le violazioni degli articoli 17 (pubblicazione di informazioni privilegiate), 18 (*insider list*), 19 (*internal dealing*) e 20 (raccomandazioni di investimento) di MAR.

Con particolare riferimento alle violazioni dell'articolo 17 (pubblicazione delle informazioni privilegiate), si prevede una sanzione edittale massima almeno pari al 2% del fatturato annuo dell'ente responsabile. Qualora le autorità competenti ritengano che l'importo della sanzione amministrativa basato sul fatturato sia sproporzionatamente basso rispetto alle circostanze dell'illecito, gli Stati membri assicurano che le autorità possano imporre sanzioni amministrative pari ad almeno 2.500.000 di euro, o pari ad almeno 1.000.000 di euro se l'ente è una PMI (secondo la definizione fornita dalla raccomandazione 2003/361/CE).

Con riguardo alle violazioni degli articoli 18 (*insider list*), 19 (*internal dealing*) e 20 (raccomandazioni di investimento) di MAR, la riforma introduce la possibilità di irrogare sanzioni amministrative parametriche sul fatturato e – come nel caso dell'articolo 17 – consente di irrogare sanzioni stabilite in misura fissa solo qualora l'importo calcolato in base al fatturato risulti non proporzionato alle circostanze dell'illecito (con importi massimi edittali differenziati per le PMI).

In considerazione di quanto sopra, è stato riformulato l'articolo 187-ter.1 del TUF al fine di recepire le modifiche introdotte dal regolamento (UE) 2024/2809.

L'articolo 2, comma 1, lettera c), modifica l'articolo 187-quater (*Sanzioni amministrative accessorie*) al fine di eliminare l'automatismo sanzionatorio in materia di abusi di mercato, in base al quale l'applicazione di una sanzione pecuniaria importa, *ex lege*, l'applicazione della sanzione interdittiva accessoria. L'attuale previsione dell'automatismo sanzionatorio può condurre, in concreto, a un trattamento sanzionatorio sproporzionato poiché non sempre gli illeciti puniti dalla Consob presentano profili di gravità tali da giustificare l'applicazione di sanzioni particolarmente afflittive come quelle interdittive.

Un'ulteriore modifica dell'articolo 187-quater del TUF è volta ad allineare l'ambito applicativo delle sanzioni amministrative accessorie alle modifiche apportate all'articolo 30 di MAR dal regolamento (UE) 2024/2809, il quale ha incluso gli amministratori di indici di riferimento o contributori sottoposti a vigilanza ai sensi del regolamento (UE) 2016/1011 (Regolamento *Benchmark*) nel perimetro dei soggetti cui possono essere comminate le sanzioni accessorie.

Le modifiche proposte all'articolo 187-quater, comma 1, lettere a) e d), sono funzionali a razionalizzare la disciplina con l'attuale assetto dell'Albo unico dei consulenti finanziari nel quale sono iscritti, oltre ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, anche i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria (cfr. articolo 31, comma 4, del TUF).

L'articolo 2, comma 1, lettera d), modifica l'articolo 187-octies del TUF (*Poteri della Consob*).

Segnatamente, il regolamento (UE) 2024/2809 modifica l'articolo 23 di MAR estendendo il potere delle Autorità competenti di chiedere le registrazioni esistenti relative a conversazioni telefoniche, comunicazioni elettroniche e allo scambio di dati anche agli amministratori di indici di riferimento o da contributori sottoposti a vigilanza ai sensi del regolamento (UE) 2016/1011 (Regolamento *Benchmark*).

Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 10 luglio 2024, n. 100, recante l'attuazione del nuovo

articolo 23 di MAR, viene modificato il comma 5 dell'articolo 187-*octies* del TUF.

Le ulteriori modifiche apportate all'articolo 187-*octies* del TUF aggiornano dei riferimenti normativi, atteso che in alcuni casi richiamano norme non più vigenti e introducono la richiesta di accesso alle anagrafiche (dati di registrazione relativi a identità, numeri di telefono, indirizzi di residenza, recapiti *e-mail*) detenute dai fornitori di connettività alla rete internet ovvero dai gestori di altre reti telematiche o di telecomunicazione, o dagli operatori che in relazione ad esse forniscono servizi telematici o di telecomunicazione (piattaforme di servizi *online* come ad esempio *Facebook*, *Instagram*, *Linkedin*).

Si tratta di modifiche volte ad ampliare gli strumenti di indagine a disposizione dell'Autorità e a rendere maggiormente efficace l'azione di vigilanza sugli abusi di mercato. Le richieste dovranno riguardare soggetti già indiziati e periodi strettamente collegati alle indagini. In particolare, al fine di rispettare il principio, derivante dalla giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea, per cui l'acquisizione dei dati di traffico non può essere rilasciata da *“un pubblico ministero che dirige il procedimento di indagine ed esercita, se del caso, l'azione penale”*, è stata modificata la norma per conferire al giudice il potere autorizzatorio.

Inoltre, al fine di rispettare il divieto di acquisizione generalizzata e indiscriminata dei dati, in applicazione del principio di proporzionalità enunciato dall'articolo 15, paragrafo 1, della direttiva 2002/58/CE, si circoscrive la richiesta ai soli dati riguardanti soggetti nei confronti dei quali la Consob abbia precedentemente acquisito indizi di colpevolezza e relativi a un periodo temporale strettamente correlato alle esigenze di accertamento della violazione. Tale limitazione, che peraltro è in linea con la prassi seguita dalla Consob, realizzerebbe nella fase di richiesta e acquisizione il principio di selettività dei dati oggetto di trattamento a fini di indagine, prescritto dalla CGUE.

L'articolo 2, comma 1, lettera e), modifica l'articolo 191-*bis*, comma 1, lettere *a*) e *d*) del TUF, in materia di sanzioni accessorie comminabili in caso di violazioni in materia offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita. Tali modifiche, analogamente a quanto sopra riportato con riferimento all'articolo 187-*quater*, sono funzionali a razionalizzarne la disciplina con l'attuale assetto dell'Albo unico dei consulenti finanziari nel quale sono iscritti, oltre ai i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, anche i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria (*cfr.* art. 31, comma 4, del TUF).

L'articolo 2, comma 1, lettera f), modifica l'articolo 194-*bis* (*Criteri per la determinazione delle sanzioni*) del TUF al fine di dare attuazione al nuovo articolo 31, paragrafo 1, lettera *h*), di MAR, come modificato dal regolamento (UE) 2024/2809, laddove viene previsto che, ai fini dell'irrogazione delle sanzioni amministrative, le autorità competenti tengano conto di tutte le circostanze pertinenti, tra cui anche *“l'onere per l'autore della violazione derivante dalla duplicazione dei procedimenti e delle sanzioni di natura penale e amministrativa per la stessa condotta”*.

Articolo 3 (Clausola di invarianza finanziaria).



L'articolo 3 reca la clausola di invarianza finanziaria prevedendo che le amministrazioni interessate provvedano all'attuazione del decreto legislativo in esame con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e comunque senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

Articolo 4 (*Entrata in vigore*).

L'articolo 4 disciplina l'entrata in vigore del provvedimento in esame prevedendo che esso entri in vigore il giorno successivo a quello della sua pubblicazione nella *Gazzetta Ufficiale* della Repubblica italiana.



Explanatory document for transposition of directives - non-binding template*
(Documento esplicativo per il recepimento delle direttive – modello non vincolante*)

Directive:

(Direttiva:) Direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione e del regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali.

Transposition deadline(s):

(Scadenza/e del recepimento:) Direttiva (UE) 2024/2810: 5 agosto 2026
Regolamento (UE) 2024/2809: 10 luglio 2026

Contact details (Commission + Member States):

(Dettagli sul referente (Commissione + Stati membri):)

Full title of national transposition measures (+ references as used below and direct link, if existant):

(Titolo completo delle misure nazionali di recepimento (+ citazioni usate di seguito e link diretto se esistente): Schema di decreto legislativo recante «recepimento della direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione e adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali»



General context information related to the transposition of the directive in the national legal framework (if useful):
 (Informazioni sul contesto generale relative al recepimento della direttiva nell'ordinamento Giuridico nazionale (se utile):)

Correlation table:
 on:

Updated

(Tabella di concordanza:)
 (Aggiornata il:)

Directive (Direttiva)		Additional informatio n provided by Commissi on services (Informazi oni aggiuntive fornite dai servizi della Commissi one)	National transposition measure** (Misure nazionali di recepimento**)		Comments/explan ations from Member State/ Link to the consolidated version if available (Commenti/spiega zioni da parte dello Stato membro/ Link alla versione consolidate se disponibile)
Article(s)/Paragr aph(s) (Articolo/i/Paragr afo/i)	Provision(s)/Descrip tion of the obligation (Disposizione/i/Desc rizione dell'obbligo)		Article(s)/Paragr aph(s) (Articolo/i/Comm a/i)	Text of the provision(s) (Testo della/delle disposizione/i)	
Direttiva (UE) 2024/2810					
Articolo 5 (Trasparenza) 1. Gli Stati membri provvedono affinché le			Articolo 1 dello schema di decreto legislativo	1. Al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.	Corrisponde al nuovo articolo 66- bis.1 del TUF (Ammissione alle negoiazioni di società con strutture a voto

società che presentano una struttura con azioni a voto plurimo le cui azioni devono essere negoziate o sono negoziate in un mercato di crescita per le PMI, dopo aver esercitato il loro diritto ai sensi dell'articolo 3, includano le informazioni elencate nel paragrafo 3 del presente articolo nei documenti seguenti: a) il prospetto di cui all'articolo 6 del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio [20], il prospetto di emissione UE per la crescita di cui all'articolo 15 bis di tale regolamento, o il documento di				58, dopo l'articolo 66-bis è inserito il seguente: «Art. 66-bis.1. - Ammissione alle negoziazioni di società con strutture a voto plurimo - 1. Il regolamento di un sistema multilaterale di negoziazione non può impedire l'ammissione alle negoziazioni di una società, italiana o europea, in ragione del fatto che la società ha emesso azioni con diritto di voto plurimo, conformemente alla direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, e alle relative disposizioni di recepimento nell'ordinamento nazionale di tale società. 2. Le società che hanno chiesto l'ammissione alle	plurimo) al fine di dare attuazione a quanto previsto dall'articolo 5 della direttiva (UE) 2024/2810, in materia di trasparenza.
--	--	--	--	--	---

ammissione di cui all'articolo 33, paragrafo 3, lettera c), della direttiva 2014/65/UE, a seconda di quale documento sia pubblicato dalla società; e b) la relazione finanziaria annuale di cui all'articolo 78, paragrafo 2, lettera g), del regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione [21] nei casi in cui vi sia stata una modifica delle informazioni di cui al paragrafo 3 del presente articolo dalla loro ultima pubblicazione nel prospetto, nel prospetto di emissione UE per la crescita o nel documento di ammissione di cui alla lettera a)				<i>negoziazioni o le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione o in un mercato di crescita per le piccole e medie imprese pubblicano le informazioni di cui al comma 3:</i> <i>a) nel prospetto di offerta o nel documento di ammissione alle negoziazioni, ove redatti;</i> <i>b) nella relazione finanziaria annuale o, se redatta, nella relazione finanziaria annuale di cui all'articolo 78, paragrafo 2, lettera g), del regolamento delegato (UE) 2017/565, nei casi in cui vi sia stata una modifica delle informazioni di cui al comma 3 dalla loro ultima pubblicazione nel prospetto o nel documento di ammissione.</i>	
--	--	--	--	---	--

del presente paragrafo, ovvero nella relazione finanziaria annuale precedente. 2. Gli Stati membri provvedono affinché le società che presentano strutture con azioni a voto plurimo le cui azioni devono essere negoziate o sono negoziate in un sistema multilaterale di negoziazione non registrato come mercato di crescita per le PMI, dopo aver esercitato il loro diritto ai sensi dell'articolo 3, includano le informazioni elencate nel paragrafo 3 del presente articolo nei documenti seguenti:				3. Le informazioni di cui al comma 2 riguardano i seguenti elementi: a) la struttura del capitale sociale della società con l'indicazione delle varie categorie di azioni, comprese le azioni che non sono ammesse alla negoziazione, e, per ciascuna categoria di azioni: 1) i diritti e gli obblighi connessi alle azioni in tale categoria; 2) la percentuale del capitale sociale totale o del numero complessivo di azioni che le azioni di tale categoria rappresentano; 3) il numero totale di voti che le azioni di tale categoria rappresentano; b) eventuali restrizioni al trasferimento di azioni, compresi gli accordi tra azionisti noti alla società e	
---	--	--	--	---	--

a) il prospetto di cui all'articolo 6 del regolamento (UE) 2017/1129, il prospetto di emissione UE per la crescita di cui all'articolo 15 bis di tale regolamento, o qualsiasi documento di ammissione richiesto dal diritto nazionale o dalle norme del pertinente sistema multilaterale di negoziazione, nei casi in cui la società pubblici tali prospetti o documenti; e b) qualsiasi relazione finanziaria annuale richiesta dal diritto nazionale, nei casi in cui le informazioni di cui al paragrafo 3 non siano state precedentemente pubblicate o				<i>che potrebbero comportare tali restrizioni;</i> <i>c) eventuali restrizioni ai diritti di voto delle azioni, compresi gli accordi tra azionisti noti alla società e che potrebbero comportare tali restrizioni;</i> <i>d) l'identità, se nota alla società, degli azionisti che detengono azioni a voto plurimo che rappresentano più del 5 per cento del totale dei diritti e delle persone fisiche o dei soggetti giuridici autorizzati a esercitare i diritti di voto per conto di tali azionisti, se del caso.</i> <i>Ai fini della lettera d), se gli azionisti o le persone autorizzate a esercitare i diritti di voto per loro conto sono persone fisiche, la comunicazione della loro identità</i>	
---	--	--	--	---	--

abbiano subito modifiche dalla loro ultima pubblicazione nel prospetto, nel prospetto di emissione UE per la crescita o nel documento di ammissione di cui alla lettera a) del presente paragrafo, ovvero nella relazione finanziaria annuale precedente. 3. Le informazioni di cui ai paragrafi 1 e 2 consistono in informazioni dettagliate sugli elementi seguenti: a) la struttura con azioni della società con l'indicazione delle varie categorie di azioni, comprese le azioni che non sono ammesse alla				<i>richiede soltanto l'indicazione dei loro nomi.</i> <i>4. Il sistema multilaterale di negoziazione assicura che le azioni delle società che hanno emesso azioni con diritto di voto plurimo ammesse alle negoziazioni in tale sede di negoziazione siano chiaramente identificate come tali. Le stesse società informano i gestori del mercato in merito all'esistenza di strutture con azioni a voto plurimo.</i> <i>5. La Consob può dettare eventuali disposizioni di attuazione del presente articolo.».</i>	
--	--	--	--	---	--

negoziiazione, e, per ciascuna categoria di azioni: i) i diritti e gli obblighi connessi alle azioni in tale categoria, ii) la percentuale del capitale sociale totale o del numero complessivo di azioni che le azioni in tale categoria rappresentano; e iii) il numero totale di voti che le azioni in tale categoria rappresentano; b) eventuali restrizioni al trasferimento di azioni, compresi gli accordi tra azionisti noti alla società e che potrebbero comportare tali restrizioni; c) eventuali restrizioni ai diritti di voto delle azioni,					
---	--	--	--	--	--

compresi gli accordi tra azionisti noti alla società e che potrebbero comportare tali restrizioni; d) l'identità, se nota alla società, degli azionisti che detengono azioni a voto plurimo che rappresentano più del 5 % dei diritti di voto di tutte le azioni nella società, e delle persone fisiche o dei soggetti giuridici autorizzati a esercitare i diritti di voto per conto di tali azionisti, se del caso. Ai fini della lettera d), se gli azionisti o le persone autorizzate a esercitare i diritti di voto per loro conto sono persone fisiche, la comunicazione					
---	--	--	--	--	--

della loro identità richiede soltanto l'indicazione dei loro nomi. 4. Gli Stati membri impongono alle imprese di investimento e ai gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione di assicurare, conformandosi alle norme tecniche di regolamentazione e adottate conformemente al paragrafo 5, che le azioni delle società che presentano strutture con azioni a voto plurimo ammesse alla negoziazione in detto sistema multilaterale di negoziazione siano chiaramente identificate come					
--	--	--	--	--	--

tali dalle imprese di investimento e dai gestori del mercato summenzionati. Gli Stati membri impongono inoltre a tali società di informare, conformemente a tali norme tecniche di regolamentazione, le imprese di investimento e i gestori del mercato pertinenti in merito all'esistenza di strutture con azioni a voto plurimo. 5. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione e per specificare il modo in cui le imprese di					
--	--	--	--	--	--

investimento e i gestori del mercato di cui al paragrafo 4 identificano le azioni delle società che presentano strutture con azioni a voto plurimo. Tali progetti di norme tecniche di regolamentazione e specificano inoltre il modo in cui dette società informano le imprese di investimento e i gestori del mercato pertinenti in merito all'esistenza di tali strutture con azioni a voto plurimo. Nell'elaborare tali progetti di norme tecniche di regolamentazione, che mirano a garantire la chiarezza					
--	--	--	--	--	--

identificazione di cui al paragrafo 4, l'ESMA tiene conto delle norme di mercato esistenti e delle prassi ben funzionanti per l'identificazione delle imprese che presentano strutture con azioni a voto plurimo. L'ESMA presenta tali progetti di norme tecniche di regolamentazione e alla Commissione entro il 5 dicembre 2025. Alla Commissione è delegato il potere di integrare la presente direttiva adottando le norme tecniche di regolamentazione e di cui al presente paragrafo					
---	--	--	--	--	--

conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1095/2010 .					
Regolamento (UE) 2024/2809					
Articolo 2 (<i>Modifiche del regolamento (UE) n. 596/2014</i>), paragrafo 6 Il regolamento (UE) n. 596/2014 è così modificato: ... 6) l'articolo 17 è così modificato: a) al paragrafo 1, il primo comma è sostituito dal seguente: «1. L'emittente comunica al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente.			Articolo 2, comma 1, lettera a), dello schema di decreto legislativo	1. Al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono apportate le seguenti modificazioni: a) all'articolo 114, comma 3, dopo le parole: «su successiva richiesta della Consob» sono inserite le seguenti: «, su successiva richiesta della Consob o con le diverse modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento,»;	L'articolo 2, comma 1, lettera a), dello schema di decreto legislativo, in attuazione del criterio di delega di cui all'articolo 13, comma 1, lettera g), della legge di delegazione europea 2024, modifica l'articolo 114, comma 3 del TUF, prevedendo che gli emittenti quotati, in caso di ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, trasmettano su successiva richiesta della Consob la documentazione comprovante l'assolvimento

Tale obbligo non si applica alle informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato di cui all'articolo 7, paragrafi 2 e 3, se tali tappe sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione di particolari circostanze o di un particolare evento. In un processo prolungato, solo le circostanze o l'evento finali devono essere comunicati, il prima possibile dopo il loro verificarsi.»; b) è inserito il paragrafo seguente: «1 bis. L'emittente garantisce la riservatezza delle informazioni che					dell'obbligo previsto dall'articolo 17, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 596/2014 e dalle relative norme tecniche di attuazione.
---	--	--	--	--	---

rispondono ai criteri di cui all'articolo 7 riguardo alle informazioni privilegiate fino alla comunicazione di tali informazioni a norma del paragrafo 1 del presente articolo.»; c) il paragrafo 4 è sostituito dal seguente: «4. L'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni può ritardare, sotto la sua responsabilità, la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, a condizione che siano soddisfatte tutte le condizioni seguenti: a) la comunicazione immediata					
--	--	--	--	--	--

pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni; b) le informazioni privilegiate di cui l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni intende ritardare la comunicazione non sono in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni in relazione alla stessa questione a cui si riferiscono le					
---	--	--	--	--	--

informazioni privilegiate; c) l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni. Se ha ritardato la comunicazione di informazioni privilegiate a norma del presente paragrafo, l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni comunica tale ritardo all'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3 e fornisce per iscritto una spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le					
--	--	--	--	--	--

condizioni di cui al presente paragrafo, immediatamente dopo che le informazioni sono state comunicate al pubblico. In alternativa, gli Stati membri possono disporre che una registrazione di tale spiegazione debba essere presentata solo su richiesta dell'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3. In deroga al secondo comma del presente paragrafo, un emittente i cui strumenti finanziari siano ammessi alla negoziazione solo in un mercato di crescita per le PMI fornisce per iscritto una					
--	--	--	--	--	--

spiegazione all'autorità competente di cui al paragrafo 3 solo su richiesta. Finché l'emittente è in grado di giustificare la decisione di ritardare la comunicazione, non è tenuto a conservare una registrazione della spiegazione. 4 bis. La mancata comunicazione da parte di un emittente di informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie dei processi prolungati a norma del paragrafo 1 non è soggetta agli obblighi di cui al paragrafo 4.»; d) al paragrafo 5, la frase introduttiva è sostituita dalla					
---	--	--	--	--	--

seguente: «L'emittente che sia un ente creditizio o un ente finanziario oppure l'emittente che sia un'impresa madre di tale ente può ritardare, sotto la sua responsabilità, la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, comprese le informazioni legate a un problema temporaneo di liquidità e, in particolare, la necessità di ricevere assistenza temporanea di liquidità da una banca centrale o da un prestatore di ultima istanza, a condizione che siano soddisfatte tutte le condizioni					
---	--	--	--	--	--

seguenti: »; e) il paragrafo 7 è sostituito dal seguente: «7. Qualora la comunicazione di informazioni privilegiate sia stata ritardata conformemente ai paragrafi 4 o 5 o qualora le informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato non siano state comunicate a norma del paragrafo 1, e la riservatezza di tali informazioni privilegiate non sia più garantita, l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni comunica il prima possibile al pubblico tali informazioni privilegiate.					
--	--	--	--	--	--

Il presente paragrafo comprende le situazioni in cui una voce si riferisca in modo esplicito a informazioni privilegiate la cui comunicazione sia stata ritardata ai sensi del paragrafo 4 o 5, o a informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato che non siano state comunicate a norma del paragrafo 1, quando tale voce è sufficientemente accurata da indicare che la riservatezza di tali informazioni non è più garantita.»; f) il paragrafo 11 è sostituito dal testo seguente:					
---	--	--	--	--	--

«11. L'ESMA fornisce orientamenti volti a stabilire un elenco indicativo non esaustivo dei legittimi interessi degli emittenti, di cui al paragrafo 4, primo comma, lettera a). 12. Alla Commissione è conferito il potere di adottare un atto delegato per stabilire e riesaminare, ove necessario, un elenco non esaustivo degli elementi seguenti: a) gli eventi finali o le circostanze finali nei processi prolungati e, per ciascun evento o circostanza, del momento in cui si ritiene che si sia verificato e in cui deve essere					
---	--	--	--	--	--

comunicato a norma del paragrafo 1; b) le situazioni in cui le informazioni privilegiate di cui l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni intende ritardare la comunicazione sono in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell'emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni in relazione alla stessa questione a cui si riferiscono le informazioni privilegiate, di cui al paragrafo 4, primo comma,					
---	--	--	--	--	--

lettera b).»;					
Articolo 2 (<i>Modifiche del regolamento (UE) n. 596/2014</i>), paragrafo 14, lettera a), ii) e iii) Il regolamento (UE) n. 596/2014 è così modificato: ... 14) l'articolo 30 è così modificato: a) il paragrafo 2 è così modificato: ... ii) al primo comma, la lettera j) è sostituita dalla seguente: «j) nel caso di una persona giuridica, sanzioni amministrative pecuniarie massime di almeno: i) per violazioni degli articoli 14 e 15, il 15 % del fatturato totale			Articolo 2, comma 1, lettera b), dello schema di decreto legislativo	b) l'articolo 187-ter.1 è sostituito dal seguente: «Art. 187-ter.1. - Sanzioni relative alle violazioni delle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014 - 1. Per l'inosservanza degli obblighi previsti dal regolamento (UE) n. 596/2014, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, dagli atti delegati e dalle relative norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, si applicano nei confronti di un ente o di una società le seguenti sanzioni: a) in caso di violazione dell'articolo 16 del regolamento (UE) n. 596/2014, una	Corrisponde all'articolo 187-ter.1

annuo della persona giuridica in base all'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di direzione o 15.000.000 EUR o, negli Stati membri la cui moneta ufficiale non è l'euro, il valore corrispondente nella valuta nazionale al 2 luglio 2014; ii) per violazioni dell'articolo 16, il 2 % del fatturato totale annuo in base all'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di direzione o 2.500.000 EUR o, negli Stati membri la cui moneta ufficiale non è l'euro, il valore corrispondente nella valuta				sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro fino a duemilionicinquecentomila euro, ovvero fino al 2 per cento del fatturato; b) in caso di violazione dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014, una sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro fino al due per cento del fatturato; se l'importo basato sul fatturato risulta sproporzionatamente basso tenuto conto dei criteri di cui all'articolo 194-bis, comma 1, lettere a), b), d), f), g-ter) e h-bis), la Consob può irrogare una sanzione amministrativa pecuniaria fino a duemilionicinquecentomila euro o, qualora il soggetto	
---	--	--	--	--	--

nazionale al 2 luglio 2014; iii) per violazioni dell'articolo 17, il 2 % del fatturato totale annuo in base all'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di direzione. Qualora le autorità competenti ritengano che l'importo della sanzione amministrativa basato sul fatturato totale annuo sarebbe sproporzionatamente basso rispetto alle circostanze di cui all'articolo 31, paragrafo 1, lettere a), b) e da d) a h), gli Stati membri garantiscono che tali autorità possano irrogare sanzioni amministrative				responsabile sia una PMI, come definita dall'articolo 30, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 596/2014, fino a un milione di euro; c) in caso di violazione degli articoli 18 o 19 del regolamento (UE) n. 596/2014, una sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro fino allo 0,8 per cento del fatturato; se l'importo basato sul fatturato risulta sproporzionatamente basso tenuto conto dei criteri di cui all'articolo 194-bis, comma 1, lettere a), b), d), f), g-ter) e h-bis), la Consob può irrogare una sanzione amministrativa pecuniaria fino a un milione di euro o, qualora il soggetto responsabile sia una PMI, come definita dall'articolo 30,	
--	--	--	--	---	--

almeno pari a 2.500.000 EUR. Qualora la persona giuridica sia una PMI, gli Stati membri possono garantire che tali autorità possano in alternativa irrogare sanzioni amministrative pari ad almeno 1.000.000 EUR o, negli Stati membri la cui moneta ufficiale non è l'euro, ai valori corrispondenti nella valuta nazionale al 2 luglio 2014; iv) per violazioni degli articoli 18 e 19, lo 0,8% del fatturato totale annuo in base all'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di gestione. Qualora le autorità competenti				paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 596/2014, fino a quattrocentomila euro; d) in caso di violazione dell'articolo 20 del regolamento (UE) n. 596/2014, una sanzione amministrativa pecuniaria da cinquemila euro fino a un milione di euro, ovvero fino allo 0,8 per cento del fatturato. 1-bis. Ai fini di quanto previsto dal comma 1, si tiene conto del fatturato qualora sia determinabile ai sensi dell'articolo 195, comma 1-bis. 2. Se le violazioni indicate dal comma 1 sono commesse da una persona fisica, si applica nei confronti di quest'ultima una sanzione amministrativa pecuniaria: a) da cinquemila	
--	--	--	--	---	--

ritengano che l'importo della sanzione amministrativa basato sul fatturato totale annuo sarebbe sproporzionatam ente basso rispetto alle circostanze di cui all'articolo 31, paragrafo 1, lettere a), b) e da d) a h), gli Stati membri garantiscono che tali autorità possano irrogare sanzioni amministrative almeno pari a 1.000.000 EUR. Qualora la persona giuridica sia una PMI, gli Stati membri possono garantire che tali autorità possano in alternativa irrogare sanzioni amministrative pari ad almeno 400.000 EUR o, negli Stati				euro fino a un milione di euro per le violazioni degli articoli 16 e 17 del regolamento (UE) n. 596/2014; b) da cinquemila euro fino a un cinquecentomila euro per le violazioni degli articoli 18, 19 e 20 del regolamento (UE) n. 596/2014. 3. Fermo restando quanto previsto dal comma 1, la sanzione indicata dal comma 2 si applica nei confronti degli esponenti aziendali e del personale della società o dell'ente responsabile della violazione, nei casi previsti dall'articolo 190-bis, comma 1, lettera a). 4. Se il vantaggio ottenuto dall'autore della violazione come conseguenza della violazione stessa è superiore ai limiti massimi indicati nel presente articolo, la sanzione	
--	--	--	--	---	--

membri la cui moneta ufficiale non è l'euro, ai valori corrispondenti nella valuta nazionale al 2 luglio 2014; v) per violazioni dell'articolo 20, lo 0,8% del fatturato totale annuo in base all'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di direzione o 1.000.000 EUR o, negli Stati membri la cui moneta ufficiale non è l'euro, i valori corrispondenti nella valuta nazionale al 2 luglio 2014.»; iii) il terzo comma è sostituito dal seguente: «Ai fini del primo comma, lettera j), se la persona				<i>amministrativa pecuniaria è elevata fino al triplo dell'ammontare del vantaggio ottenuto, purché tale ammontare sia determinabile.</i> <i>5. La Consob, anche unitamente alle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente articolo, può applicare una o più delle misure amministrative previste dall'articolo 30, paragrafo 2, lettere a), b), c), d), e), f) e g), del regolamento (UE) n. 596/2014.</i> <i>6. Quando le infrazioni sono connotate da scarsa offensività o pericolosità, in luogo delle sanzioni pecuniarie previste dal presente articolo, la Consob, ferma la facoltà di disporre la confisca di cui all'articolo</i>	
--	--	--	--	--	--

giuridica è un'impresa madre o un'impresa figlia che deve redigere bilanci consolidati ai sensi della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio il relativo fatturato totale annuo è il fatturato totale annuo o il tipo di reddito corrispondente conformemente alle pertinenti direttive contabili - direttiva 86/635/CEE del Consiglio per le banche e direttiva 91/674/CEE del Consiglio per le compagnie di assicurazione - che risulta nell'ultimo bilancio consolidato disponibile				187-sexies, può applicare una delle seguenti misure amministrative: a) un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle; b) una dichiarazione pubblica avente a oggetto la violazione commessa e il soggetto responsabile, quando l'infrazione contestata è cessata. 7. L'inosservanza degli obblighi prescritti con le misure di cui all'articolo 30, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 596/2014, entro il termine stabilito, importa l'aumento fino a un terzo della sanzione amministrativa pecuniaria irrogata	
--	--	--	--	---	--

approvato dall'organo di gestione dell'impresa madre capogruppo.				ovvero l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria prevista per la violazione originariamente contestata aumentata fino a un terzo. 8. Alle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente articolo non si applicano gli articoli 6, 10, 11 e 16 della legge 24 novembre 1981, n. 689.»;	
Articolo 2 (Modifiche del regolamento (UE) n. 596/2014), paragrafo 14, lettera a), i) Il regolamento (UE) n. 596/2014 è così modificato: ... 14) l'articolo 30 è così modificato: a) il paragrafo 2			Articolo 2, comma 1, lettera b), dello schema di decreto legislativo	c) all'articolo 187- quater: 1) al comma 1: 1.1) l'alinea è sostituito dal seguente: «La Consob, con il provvedimento di applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste per la violazione dei divieti di cui dagli articoli 14 e 15 del regolamento (UE) n. 596/2014 può	L'articolo 2, comma 1, lettera b), dello schema di decreto legislativo modifica l'articolo 187-ter.1 del TUF, rubricato «Sanzioni relative alle violazioni delle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014 ».

è così modificato: i) al primo comma, le lettere e), f) e g) sono sostituite dalle seguenti: «e) l'interdizione temporanea, nei confronti di chiunque svolga funzioni amministrative, di direzione o di controllo in un'impresa di investimento o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in imprese di investimento o presso amministratori di indici di riferimento o contributori sottoposti a vigilanza; f) nel caso di violazioni ripetute				applicare:»; 1.2.) alla lettera a) le parole: «o presso fondi pensione» sono sostituite dalle seguenti: «presso fondi pensione o società di consulenza finanziaria»; 1.3) alla lettera b) dopo le parole: «al medesimo gruppo di società quotate» sono inserite le seguenti: «, nonché di amministratori di indici di riferimento o contributori sottoposti a vigilanza»; 1.3) alla lettera d) dopo le parole: «consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede» sono inserite le seguenti: «e per i consulenti finanziari autonomi»; 2) al comma 1-bis le parole: «Fermo quanto previsto dal comma 1, la Consob» sono sostituite dalle	
---	--	--	--	---	--

dell'articolo 14 o dell'articolo 15, l'interdizione di almeno dieci anni, nei confronti di chiunque svolga funzioni amministrative, di direzione o di controllo in un'impresa di investimento o presso amministratori di indici di riferimento o contributori sottoposti a vigilanza o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, dall'esercizio di funzioni dirigenziali in imprese di investimento o presso amministratori di indici di riferimento o contributori sottoposti a				seguenti: «La Consob»; 3) al comma 3 dopo le parole: «alle società di revisione» sono inserite le seguenti: «nonché agli amministratori di indici di riferimento o ai contributori sottoposti a vigilanza»;	
---	--	--	--	--	--

vigilanza; g) l'interdizione temporanea, nei confronti di chiunque svolga funzioni amministrative, di direzione o di controllo in un'impresa di investimento o presso amministratori di indici di riferimento o contributori sottoposti a vigilanza o di qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, da attività di negoziazione per conto proprio;»;					
Articolo 2 (<i>Modifiche del regolamento (UE) n. 596/2014</i>), paragrafo 9 Il regolamento (UE) n.			Articolo 2, comma 1, lettera d) dello schema di decreto legislativo	d) all'articolo 187-octies: 1) al comma 4: 1.1) alla lettera a) le parole: «anche in deroga ai divieti di cui all'articolo 25, comma 1, del decreto legislativo	L'articolo 2, comma 1, lettera d), dello schema di decreto legislativo modifica l'articolo 187-octies del TUF (<i>Poteri della Consob</i>).

596/2014 è così modificato: ... 9) all'articolo 23, paragrafo 2, la lettera g) è sostituita dalla seguente: «g) di chiedere le registrazioni esistenti relative a conversazioni telefoniche, comunicazioni elettroniche e allo scambio di dati conservate da imprese di investimento, enti creditizi o enti finanziari, nonché da amministratori di indici di riferimento o da contributori sottoposti a vigilanza;»				30 giugno 2003, n. 196,» sono soppresse; 1.2) alla lettera a-bis) le parole: «all'articolo 55, comma 7,» sono sostituite dalle seguenti: «all'articolo 98-undetricies, comma 1,»; 1.3) alla lettera c) le parole: «anche in deroga ai divieti di cui all'articolo 25, comma 1, del decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196» sono sostituite dalle seguenti: «anche in relazione a servizi telematici o di telecomunicazione acceduti on-line»; 1.4) alla lettera d) le parole: «, secondo le modalità indicate dall'articolo 3, comma 4, lettera b), del decreto-legge 3 maggio 1991, n. 143, convertito, con modificazioni, dalla legge 5 luglio 1991, n. 197,» sono	Segnatamente, il regolamento (UE) 2024/2809 modifica l'articolo 23 di MAR estendendo il potere delle Autorità competenti di chiedere le registrazioni esistenti relative a conversazioni telefoniche, comunicazioni elettroniche e allo scambio di dati anche agli amministratori di indici di riferimento o da contributori sottoposti a vigilanza ai sensi del regolamento (UE) 2016/1011 (Regolamento Benchmark). Conseguentemente, al fine di attuare il nuovo articolo 23 di MAR, viene modificato il comma 5 dell'articolo 187 - octies del TUF.
--	--	--	--	--	---

				soppresse; 1.5) alla lettera e) il segno di interpunzione: «.» è sostituito dal seguente «;»; 2) al comma 5: 2.1) al primo periodo le parole: «procuratore della Repubblica» sono sostituite dalla seguente: «giudice»; 2.2) al secondo periodo dopo le parole: «nei confronti di soggetti diversi dai soggetti abilitati» sono inserite le seguenti: «, dagli amministratori di indici di riferimento o contributori sottoposti a vigilanza»; 3) dopo il comma 5 è inserito il seguente: «5-bis. Entro il termine di conservazione stabilito dalla legge, la richiesta di cui al comma 4, lettera b), può avere a oggetto esclusivamente dati	
--	--	--	--	--	--

				riguardanti soggetti nei confronti dei quali la Consob ha precedentemente acquisito indizi di colpevolezza e relativi a un periodo temporale strettamente correlato alle esigenze di accertamento della violazione.»;	
Articolo 2 (Modifiche del regolamento (UE) n. 596/2014), paragrafo 15, lett. h) Il regolamento (UE) n. 596/2014 è così modificato: ... 15) all'articolo 31, il paragrafo 1 è sostituito dal seguente: «1. Gli Stati membri garantiscono che, nello stabilire il tipo e il livello di sanzioni			Articolo 2, comma 1, lettera f), dello schema di decreto legislativo	f) all'articolo 194-bis, comma 1, dopo la lettera g-bis) è inserita la seguente: «g-ter) l'onere per l'autore della violazione derivante dalla duplicazione dei procedimenti e delle sanzioni di natura penale e amministrativa per la stessa condotta;».	L'articolo 2, comma 1, lettera f), dello schema di decreto legislativo modifica l'articolo 194-bis (Criteri per la determinazione delle sanzioni) del TUF al fine di dare attuazione al nuovo articolo 31, paragrafo 1, lettera h), di MAR, come modificato dal regolamento (UE) 2024/2809, laddove viene previsto che, ai fini dell'irrogazione delle sanzioni amministrative, le autorità competenti

amministrative, le autorità competenti tengano conto di tutte le circostanze pertinenti, al fine di applicare sanzioni proporzionate, tra cui, se del caso: ... h) l'onere per l'autore della violazione derivante dalla duplicazione dei procedimenti e delle sanzioni di natura penale e amministrativa per la stessa condotta.»;					tengano conto di tutte le circostanze pertinenti, tra cui anche “l'onere per l'autore della violazione derivante dalla duplicazione dei procedimenti e delle sanzioni di natura penale e amministrativa per la stessa condotta”.
--	--	--	--	--	--

White: Articles/paragraphs where transposition is required (Bianco: Articoli/paragrafi il cui recepimento è richiesto)
Yellow: Articles/paragraphs where transposition is optional; if a MS opts for transposing such provisions (often exemptions or voluntary measures), the Member States have to ensure a correct transposition. (Giallo: Articoli/paragrafi il cui recepimento è facoltativo; se uno SM decide di recepire tali disposizioni (spesso esenzioni o misure volontarie), gli Stati membri devono assicurare il corretto recepimento.)
Blue: Articles/paragraphs where transposition is not required (Blu: Articoli/paragrafi il cui recepimento non è richiesto)

* This is a meant to be a general template adaptable to the directive concerned and its specific needs. Categories may remain empty if not applicable (e.g. the "provision" columns if the articles/paragraphs have already been sufficiently referenced). This table can also be completed/replaced by other explanatory documents. Several tables or explanatory documents can be provided. Views expressed in this guidance, including the colour code, reflect only the understanding of the Commission services and are without prejudice to any Commission action or position on the matter. The information provided does not prejudice the Commission's assessment of the completeness or conformity of national transposition measures, nor of their capacity to satisfy the requirements of legal certainty imposed the Court of Justice of the European Union, which is the only source of definitive interpretation of EU law.

(*Questo intende essere un modello generale adattabile alla direttiva interessata e alle sue specifiche esigenze. Le categorie possono rimanere vuote se non applicabili (per esempio le colonne "disposizioni" se gli articoli/paragrafi sono stati già sufficientemente citati). Questa tabella può anche essere completata/sostituita con altri documenti esplicativi. Possono essere prodotti più di una tabella o di un documento esplicativo. Gli orientamenti espressi in questa guida, inclusi i colori, riflettono solo l'interpretazione dei servizi della Commissione e non pregiudicano alcuna azione o posizione della Commissione sulla materia. Le informazioni fornite non pregiudicano la valutazione della Commissione sulla completezza o conformità delle misure nazionali di recepimento, né la loro idoneità a soddisfare i requisiti di certezza giuridica imposti dalla Corte di giustizia dell'Unione europea, la quale è la sola fonte di interpretazione definitiva del diritto UE.)

** This column should include pre-dating or general measures serving to incorporate the directive into national legislation that could impact its transposition. In this case, the relationship of those measures with the provisions of the Directive should be clearly explained.

(** Questa colonna dovrebbe includere le misure pre-vigenti la direttiva o le misure generali, che servono a incorporare la direttiva nella legislazione nazionale e che potrebbero avere un impatto sul suo recepimento. In questo caso, deve essere chiaramente spiegato il rapporto di tali misure con le disposizioni della direttiva.)



Schema di decreto legislativo recante «recepimento della direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione e adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali»

RELAZIONE TECNICA

Articolo 1 *(Disposizioni di recepimento nell'ordinamento nazionale dell'articolo 5 della direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024).*

L'articolo 1 dello schema di decreto legislativo introduce nel Testo unico della Finanza (di seguito TUF) il nuovo articolo 66-bis.1 (*Ammissione alle negoziazioni di società con strutture a voto plurimo*) al fine di recepire l'articolo 5 della direttiva (UE) 2024/2810 in materia di trasparenza.

In particolare, la norma prevede che le società che hanno emesso azioni con diritto di voto plurimo siano tenute a fornire una serie di informazioni chiare e complete sulla loro struttura azionaria per garantire che gli investitori possano prendere decisioni informate e consapevoli. Tali informazioni devono figurare nei prospetti o nei documenti di ammissione equivalenti ed essere aggiornate nelle relazioni finanziarie annuali. Il sistema multilaterale di negoziazione assicura che le azioni delle società che hanno emesso azioni con diritto di voto plurimo ammesse alle negoziazioni in tale sede di negoziazione siano chiaramente identificate come tali. Parimenti, le società informano i gestori del mercato in merito all'esistenza di strutture con azioni a voto plurimo. Infine, prevede che la Consob, quale Autorità competente, possa dettare eventuali disposizioni di attuazione della disposizione in esame.

La Consob provvederà autonomamente, con le risorse derivanti dalle proprie fonti di autofinanziamento basate sulle contribuzioni dovute dai soggetti vigilati, alla copertura dei costi derivanti dalle attività svolte.

Articolo 2 *(Adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809 del 23 ottobre 2024 che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014).*

L'articolo 2 dello schema di decreto in esame adegua l'ordinamento nazionale alle disposizioni dell'articolo 2 del regolamento (UE) 2024/2809, che modifica, tra l'altro, il regolamento (UE) n. 596/2014 (*Market Abuse Regulation* – di seguito MAR) in materia di abusi di mercato.

In particolare, l'articolo 2, comma 1, lettera a), in attuazione del criterio di delega di cui all'articolo 13, comma 1, lettera g), della legge di delegazione europea 2024, modifica l'articolo 114, comma 3, del TUF. Tale disposizione è stata introdotta in attuazione di MAR, esercitando l'opzione in tal senso prevista per gli Stati membri¹, al fine di evitare l'invio massivo alla Consob di documentazione concernente i casi di ritardo da parte degli emittenti.

¹ In particolare, l'articolo 17, paragrafo 4, di MAR, anche a seguito delle modifiche apportate dal Regolamento *Listing Act*, prevede che: “Se ha ritardato la comunicazione di informazioni privilegiate a norma del presente paragrafo, l'emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni comunica tale ritardo all'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3 e fornisce per iscritto una spiegazione delle modalità con cui sono state soddisfatte le condizioni di cui al presente paragrafo, immediatamente dopo che le informazioni sono state comunicate al pubblico. In alternativa,

L'**articolo 2, comma 1, lettera b)**, modifica l'articolo 187-ter.1 del TUF, rubricato «*Sanzioni relative alle violazioni delle disposizioni del regolamento (UE) n. 596/2014*». Il principale elemento di novità del regolamento *Listing Act* in materia sanzionatoria è dato dal fatto che le nuove norme prevedono in alcuni casi che gli Stati membri possano irrogare nei confronti delle persone giuridiche sanzioni amministrative stabilite in misura fissa solo qualora l'importo calcolato in base al fatturato risulti non proporzionato alle circostanze dell'illecito.

Per quanto concerne le violazioni degli articoli 14 (abuso di informazioni privilegiate), 15 (manipolazione) e 16 (Prevenzione e individuazione di abusi di mercato, di seguito «STOR»), di MAR, il trattamento sanzionatorio è rimasto sostanzialmente invariato (rispetto a quello vigente), l'elemento di novità è dato dal regime sanzionatorio per le violazioni degli articoli 17 (pubblicazione di informazioni privilegiate), 18 (*insider list*), 19 (*internal dealing*) e 20 (raccomandazioni di investimento), di MAR.

Con particolare riferimento alle violazioni dell'articolo 17 (pubblicazione delle informazioni privilegiate), si prevede una sanzione edittale massima almeno pari al 2 per cento del fatturato annuo dell'ente responsabile. Qualora le autorità competenti ritengano che l'importo della sanzione amministrativa basato sul fatturato sia sproporzionatamente basso rispetto alle circostanze dell'illecito, gli Stati membri assicurano che le autorità possano imporre sanzioni amministrative pari ad almeno 2.500.000 di euro o pari ad almeno 1.000.000 di euro se l'ente è una piccola e media impresa (secondo la definizione fornita dalla raccomandazione 2003/361/CE).

Con riguardo alle violazioni degli articoli 18 (*insider list*), 19 (*internal dealing*) e 20 (raccomandazioni di investimento) di MAR, la riforma introduce la possibilità di irrogare sanzioni amministrative parametriche sul fatturato e, come nel caso dell'articolo 17, consente di irrogare sanzioni stabilite in misura fissa solo qualora l'importo calcolato in base al fatturato risulti non proporzionato alle circostanze dell'illecito, con importi massimi edittali differenziati per le PMI. In considerazione di quanto sopra, è stato riformulato l'articolo 187-ter.1 del TUF al fine di recepire le modifiche introdotte dal regolamento (UE) 2024/2809.

L'**articolo 2, comma 1, lettera c)**, modifica l'articolo 187-quater (*Sanzioni amministrative accessorie*) al fine di:

- a) eliminare l'automatismo sanzionatorio in materia di abusi di mercato, in base al quale l'applicazione di una sanzione pecuniaria importa, *ex lege*, l'applicazione della sanzione interdittiva accessoria;
- b) allineare l'ambito applicativo delle sanzioni amministrative accessorie alle modifiche apportate all'articolo 30 di MAR dal regolamento (UE) 2024/2809;
- c) allineare la disciplina all'attuale assetto dell'Albo unico dei consulenti finanziari nel quale sono iscritti, oltre ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, anche i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria (*cf.* articolo 31, comma 4, del TUF).

L'**articolo 2, comma 1, lettera d)**, modifica l'articolo 187-octies del TUF (*Poteri della Consob*).

In particolare, il regolamento (UE) 2024/2809 modifica l'articolo 23 di MAR estendendo il potere delle Autorità competenti di chiedere le registrazioni esistenti relative a conversazioni telefoniche, a comunicazioni elettroniche e allo scambio di dati anche agli amministratori di indici di riferimento o da contributori sottoposti a vigilanza ai sensi del regolamento (UE) 2016/1011 (regolamento *Benchmark*). Conseguentemente, al fine di attuare il nuovo articolo 23 di MAR, viene modificato il comma 5 dell'articolo 187-octies del TUF.

gli Stati membri possono disporre che una registrazione di tale spiegazione debba essere presentata solo su richiesta dell'autorità competente specificata a norma del paragrafo 3".

Le ulteriori modifiche dell'articolo 187-*octies* del TUF aggiornano taluni riferimenti normativi, atteso che in alcuni casi richiamano norme non più vigenti e introducono la richiesta di accesso alle anagrafiche (dati di registrazione relativi a identità, numeri di telefono, indirizzi di residenza, recapiti *e-mail*) detenute dai fornitori di connettività alla rete internet ovvero dai gestori di altre reti telematiche o di telecomunicazione, o dagli operatori che in relazione ad esse forniscono servizi telematici o di telecomunicazione (piattaforme di servizi *on-line* come ad esempio *Facebook*, *Instagram*, *Linkedin*).

Si tratta di modifiche volte ad ampliare gli strumenti di indagine a disposizione dell'Autorità e a rendere maggiormente efficace l'azione di vigilanza sugli abusi di mercato.

L'articolo 2, comma 1, lettera e), modifica l'articolo 191-*bis*, comma 1, lettere a) e d), del TUF, in materia di sanzioni accessorie comminabili in caso di violazioni in materia offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita. Tali modifiche, analogamente a quanto sopra riportato con riferimento all'articolo 187-*quater*, sono funzionali a razionalizzarne la disciplina con l'attuale assetto dell'Albo unico dei consulenti finanziari nel quale sono iscritti, oltre ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, anche i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria.

L'articolo 2, comma 1, lettera f), modifica l'articolo 194-*bis* (*Criteri per la determinazione delle sanzioni*) del TUF al fine di dare attuazione al nuovo articolo 31, paragrafo 1, lettera h), di MAR, come modificato dal regolamento (UE) 2024/2809.

Ai sensi dell'articolo 32-*ter* .1 del T.U.F., il 50 per cento degli importi versati per le sanzioni riguardanti le violazioni della disciplina dettata dalla Parte II del TUF, relativa alla disciplina degli intermediari, confluisce nel «Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori» istituito presso il bilancio della Consob, mentre le altre sanzioni pecuniarie previste dal TUF, quale quelle in questione, disciplinate nella parte V, titolo I - *bis*, del T.U.F., affluiscono all'entrata del bilancio dello Stato.

Si ricorda che le entrate connesse a sanzioni irrogate dalla Consob non sono scontate nelle previsioni a legislazione vigente dato il loro carattere aleatorio correlato:

- a) ai comportamenti dei singoli quali le azioni dolose o colpose che integrano le fattispecie sanzionabili;
- b) alla capacità dell'Autorità di identificarne la possibile sussistenza, avviare i procedimenti e concluderli con irrogazione della sanzione.

L'articolo 3 reca la clausola di invarianza finanziaria prevedendo che le amministrazioni interessate provvedono all'attuazione del presente decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente e, comunque, senza nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica.

L'articolo 4 disciplina l'entrata in vigore del provvedimento in esame.



*Ministero
dell'Economia e delle Finanze*

DIPARTIMENTO DELLA RAGIONERIA GENERALE DELLO STATO

VERIFICA DELLA RELAZIONE TECNICA

La verifica della presente relazione tecnica, effettuata ai sensi e per gli effetti dell'art. 17, comma 3, della legge 31 dicembre 2009, n. 196 ha avuto esito Positivo.

Il Ragioniere Generale dello Stato

Firmato digitalmente

ANALISI TECNICO-NORMATIVA (ATN)

Titolo del provvedimento: Schema di decreto legislativo, recante «*Recepimento della direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione e adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali*».

Amministrazione competente: Ministero dell'economia e delle finanze

Referente: Ufficio legislativo economia

PARTE I. ASPETTI TECNICO-NORMATIVI DI DIRITTO INTERNO

1) Obiettivi e necessità dell'intervento normativo. Coerenza con il programma di Governo.

Lo schema di decreto legislativo in esame recepisce l'articolo 5 della direttiva (UE) 2024/2810 sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione e adegua l'ordinamento nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809 che modifica, tra l'altro, il regolamento (UE) 596/2014 (*Market Abuse Regulation* - MAR), secondo i principi e criteri di delega contenuti nell'articolo 13, commi 1, 2, 3 e 4 della legge 13 giugno 2025, n. 91, recante «*Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea*» (Legge di delegazione europea 2024).

Il decreto in esame rientra tra i provvedimenti normativi adottati per adeguare l'ordinamento nazionale alle disposizioni del "*Listing Act*", quale pacchetto di misure legislative presentate dalla Commissione europea il 7 dicembre 2022 e approvate dai Co-Legislatori europei nel corso del 2024. Il *Listing Act* riveste un ruolo cruciale nell'armonizzazione del quadro normativo europeo, prevedendo interventi normativi sistematici finalizzati a ridurre gli oneri regolamentari, a rafforzare il sistema finanziario europeo e a garantire un livello di trasparenza maggiore. Ciò al fine di rendere i mercati dei capitali più attraenti per le imprese dell'Unione europea, facilitando l'accesso al capitale da parte delle piccole e medie imprese. In particolare, si iscrive nell'ambito degli interventi normativi volti alla creazione e alla realizzazione del mercato unico dell'Unione europea e contribuisce al miglioramento e alla diversificazione dell'allocazione del risparmio e delle fonti di finanziamento per imprese e consumatori. L'ampliamento dell'accesso alle fonti di finanziamento basate sul mercato per le imprese europee in ogni fase del loro sviluppo è un obiettivo fondamentale dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC). Dall'avvio del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, l'Unione europea ha compiuto notevoli progressi per aumentare le fonti di finanziamento via via che le imprese si espandono e aumentare la disponibilità di finanziamenti basati sul mercato in tutta l'Unione europea.

In tale ottica sono state intraprese diverse iniziative¹; ciò nonostante, i mercati pubblici dell'Unione europea per le PMI fanno fatica ad attirare nuovi emittenti. Il numero di offerte pubbliche iniziali sui mercati dedicati alle PMI è diminuito considerevolmente nell'Unione europea a seguito della crisi e

¹Si ricorda che già sono in vigore nuove norme per stimolare gli investimenti dei fondi UE per il capitale di rischio (EuVECA) nelle *start-up* e nelle piccole e medie imprese. Insieme al Fondo europeo per gli investimenti, la Commissione ha inoltre lanciato un programma paneuropeo di fondi di capitali di rischio (*VentureEU*) per stimolare in tutta Europa gli investimenti nelle *start-up* e nelle imprese in fase di espansione (*scale-up*) innovative. Sono già state adottate nuove norme sui prospetti per sostenere le imprese che raccolgono fondi sui mercati pubblici di capitale e debito.

non è più aumentato in modo significativo. Di conseguenza, l'Europa sta producendo un numero di offerte pubbliche iniziali delle PMI che corrisponde solo alla metà di quelle generate prima della crisi finanziaria. In tale contesto, appare necessario un intervento volto alla risoluzione di tali problemi, al fine di ridurre, in particolare, gli oneri amministrativi eccessivi che gravano sulle PMI che intendono quotarsi in borsa o emettere titoli azionari e obbligazioni e migliorare il livello di liquidità dei mercati di crescita per le PMI, facilitando in tal modo l'accesso ai mercati pubblici dei capitali per tale categoria di imprese. Il recepimento della **direttiva (UE) 2024/2810** armonizza la disciplina nazionale delle strutture azionarie a voto multiplo per le società che chiedono l'ammissione delle proprie azioni alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), compresi i mercati in crescita per le piccole e medie imprese (PMI), così da fornire ai destinatari la necessaria chiarezza e certezza giuridica in materia. Le società già quotate sono, invece, escluse dalle disposizioni fondamentali della citata direttiva. Nel dettaglio, prevede:

- (i) misure di garanzia per gli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo e per garantire un processo decisionale equilibrato;
- (ii) norme specifiche in tema di trasparenza e informativa, laddove vi è l'obbligo in capo alle società con strutture azionarie a voto plurimo di fornire informazioni chiare e complete sulla loro struttura azionaria affinché gli investitori possano prendere decisioni consapevoli, nonché l'obbligo di comunicare le restrizioni al trasferimento delle azioni o dei diritti di voto e di identificare i detentori di azioni a voto plurimo che controllano più del 5% dei diritti di voto totali.

Per quanto concerne il **regolamento (UE) 2024/2809** (regolamento *Listing Act*), si rappresenta che l'articolo 2 modifica il MAR perseguendo l'obiettivo di migliorare la chiarezza giuridica, di riconsiderare i requisiti sproporzionati per gli emittenti e di accrescere l'attrattiva complessiva dei mercati dei capitali dell'Unione europea, garantendo allo stesso tempo un adeguato livello di tutela degli investitori e di integrità del mercato. Il presente intervento normativo si iscrive nel programma di lavoro per la realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC) ed è volto a migliorare il funzionamento del mercato dei servizi e delle attività finanziarie, facilitando l'accesso al capitale da parte delle piccole e medie imprese, oltre a modernizzare i mercati dei capitali, pubblici e privati, a livello nazionale.

Il recepimento della direttiva (UE) 2024/2810 e l'adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809 sono coerenti con la partecipazione italiana all'Unione europea e, quindi al programma di Governo.

2) Analisi del quadro normativo nazionale.

Nell'ordinamento nazionale, la disciplina in materia è contenuta, in normativa primaria, nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), e nel Libro V, Titolo V, Capo V, Sezione V del Codice Civile.

In normativa secondaria, la disciplina in materia è, invece, contenuta nella delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, recante il regolamento emittenti, e nella delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017, recante il regolamento mercati.

3) Incidenza delle norme proposte sulle leggi e sui regolamenti vigenti.

Al fine di recepire l'articolo 5 della direttiva (UE) 2024/2810, lo schema di decreto in esame introduce il nuovo articolo 66-bis.1 nel decreto legislativo n. 58 del 1998. Tale disposizione è finalizzata, in linea con l'armonizzazione prevista dalla direttiva, a impedire che il sistema multilaterale di negoziazione possa non ammettere alla negoziazione una società italiana o europea in ragione del fatto che la società ha emesso azioni con diritto di voto plurimo.

Ulteriori interventi saranno possibili in normativa secondaria da parte della Consob, in qualità di autorità di vigilanza competente.

Al fine di adeguare l'ordinamento nazionale alle disposizioni di cui all'articolo 2 del regolamento (UE) 2024/2809, che ha modificato il regolamento (UE) 596/2014 (MAR) concernente gli abusi di mercato, lo schema di decreto modifica i seguenti articoli del TUF: 144, comma 3, 187-ter.1, 187-quater, 187-octies, 194-bis. In particolare, le modifiche apportate a MAR:

- escludono l'obbligo di comunicazione di informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato prevedendo l'obbligo di comunicare solo le circostanze o l'evento finale.
- Intervengono sulla procedura di ritardo che si attiva sotto la responsabilità dell'emittente al ricorrere di tutte le seguenti condizioni:
 - a) la divulgazione immediata pregiudicherebbe i legittimi interessi dell'emittente;
 - b) il ritardo non rischia di fuorviare il pubblico;
 - c) l'emittente è in grado di garantire la riservatezza di tale informazione
- riformulano l'impianto sanzionatorio in modo da liquidare l'importo delle sanzioni in via proporzionale alle dimensioni dell'impresa.

Inoltre, per esigenze di allineamento all'attuale assetto dell'Albo unico dei consulenti finanziari vengono apportate modifiche all'articolo 191-bis, comma 1, lettere a) e d), del TUF.

4) *Analisi della compatibilità dell'intervento con i principi costituzionali.*

Non si rilevano profili di incompatibilità con i principi costituzionali.

5) *Analisi della compatibilità dell'intervento con le competenze e le funzioni delle regioni ordinarie e a statuto speciale nonché degli enti locali.*

Non si rilevano profili di incompatibilità con le competenze e le funzioni delle regioni ordinarie e a statuto speciale nonché degli enti locali in quanto, ai sensi dell'articolo 117, secondo comma, lettera e), della Costituzione, lo Stato ha legislazione esclusiva in materia di tutela del risparmio e mercati finanziari, e tutela della concorrenza.

6) *Verifica della compatibilità con i principi di sussidiarietà, differenziazione e adeguatezza sanciti dall'articolo 118, primo comma, della Costituzione.*

Non si rilevano profili di incompatibilità con i principi di sussidiarietà, di differenziazione e di adeguatezza sanciti dall'articolo 118, primo comma, della Costituzione.

7) *Verifica dell'assenza di rilegificazioni e della piena utilizzazione delle possibilità di delegificazione e degli strumenti di semplificazione normativa.*

Non sono previste rilegificazioni di norme delegificate.

8) *Verifica dell'esistenza di progetti di legge vertenti su materia analoga all'esame del Parlamento e relativo stato dell'iter.*

Non vi sono progetti di legge vertenti sul medesimo oggetto.

9) *Indicazione delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi di costituzionalità sul medesimo o analogo oggetto.*

Non risultano indicazioni delle linee prevalenti della giurisprudenza e non sono pendenti giudizi di costituzionalità sul medesimo o analogo oggetto.

PARTE II. CONTESTO NORMATIVO DELL'UNIONE EUROPEA E INTERNAZIONALE

10) *Analisi della compatibilità dell'intervento con l'ordinamento dell'Unione europea.*

Lo schema di decreto si inserisce tra le misure volte a creare il mercato unico dell'Unione europea, nonché a migliorare il funzionamento del mercato unico dei servizi finanziari. In particolare, non si

pone in contrasto con l'ordinamento unionale, realizzando adeguatamente gli obiettivi dell'azione europea nel quadro dei rispettivi ordinamenti nazionali, utili a configurare un presidio di misure, armonizzate a livello dell'Unione, volto a migliorare l'efficienza del mercato dei capitali, sia domestico che transnazionale e a promuovere e favorire l'accesso al capitale da parte delle piccole e medie imprese.

11) Verifica dell'esistenza di procedure di infrazione da parte della Commissione europea sul medesimo o analogo oggetto.

Non sono pendenti procedure di infrazioni in relazione alla normativa europea in esame.

12) Analisi della compatibilità dell'intervento con gli obblighi internazionali.

Il provvedimento in esame non presenta profili di incompatibilità con gli obblighi internazionali.

13) Indicazione delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte di giustizia dell'Unione europea sul medesimo o analogo oggetto.

Non risultano indicazioni sulle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte di giustizia dell'Unione europea sul medesimo o analogo oggetto.

14) Indicazione delle linee prevalenti della giurisprudenza ovvero della pendenza di giudizi innanzi alla Corte europea dei diritti dell'uomo sul medesimo o analogo oggetto.

Non risultano pendenti giudizi dinanzi alla Corte europea dei diritti dell'uomo sul medesimo o analogo oggetto.

15) Eventuali indicazioni sulle linee prevalenti della regolamentazione sul medesimo oggetto da parte di altri Stati membri dell'Unione europea.

Non risultano indicazioni sulle linee prevalenti della regolamentazione sul medesimo oggetto da parte di altri Stati membri dell'Unione europea.

PARTE III. ELEMENTI DI QUALITÀ SISTEMATICA E REDAZIONALE DEL TESTO

1) Individuazione delle nuove definizioni normative introdotte dal testo, della loro necessità, della coerenza con quelle già in uso.

Il presente schema di decreto non introduce nuove definizioni normative.

2) Verifica della correttezza dei riferimenti normativi contenuti nel progetto, con particolare riguardo alle successive modificazioni e integrazioni subite dai medesimi.

I riferimenti normativi contenuti nel provvedimento in esame sono corretti.

3) Ricorso alla tecnica della novella legislativa per introdurre modificazioni e integrazioni a disposizioni vigenti.

Le disposizioni del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 sono state modificate facendo ricorso alla tecnica della novella legislativa mediante l'introduzione del nuovo articolo 66-bis.1 e la modifica degli articoli 114, 187-ter.1, 187-quater, 187-octies, 191-bis e 194-bis

4) Individuazione di effetti abrogativi impliciti di disposizioni dell'atto normativo e loro traduzione in norme abrogative espresse nel testo normativo.

Le disposizioni del decreto in esame non comportano effetti abrogativi impliciti e non contengono disposizioni abrogative espresse.

5) Individuazione di disposizioni dell'atto normativo aventi effetto retroattivo o di reviviscenza di norme precedentemente abrogate o di interpretazione autentica o derogatorie rispetto alla normativa vigente.

Il provvedimento in esame non contiene disposizioni aventi effetto di reviviscenza di norme precedentemente abrogate o di interpretazione autentica o derogatorie rispetto alla normativa vigente.

6) Verifica della presenza di deleghe aperte sul medesimo oggetto, anche a carattere integrativo o correttivo.

L'unica delega aperta è quella contenuta nella legge di delegazione europea 2024.

7) Indicazione degli eventuali atti successivi attuativi e dei motivi per i quali non è possibile esaurire la disciplina con la normativa proposta e si rende necessario il rinvio a successivi provvedimenti attuativi; verifica della congruità dei termini previsti per la loro adozione.

Successivamente all'entrata in vigore del presente decreto saranno possibili interventi in normativa secondaria da parte della Consob, in qualità di autorità di vigilanza competente.

8) Verifica della piena utilizzazione e dell'aggiornamento di dati e di riferimenti statistici attinenti alla materia oggetto del provvedimento, ovvero indicazione della necessità di commissionare all'Istituto nazionale di statistica apposite elaborazioni statistiche con correlata indicazione nella relazione tecnica della sostenibilità dei relativi costi.

Per la predisposizione dello schema di decreto in esame sono stati utilizzati, nei diversi settori d'intervento, dati e riferimenti statistici già disponibili presso le relative amministrazioni, enti pubblici e autorità di vigilanza. La questione oggetto dell'intervento normativo non richiede ulteriori analisi ed elaborazioni statistiche, né prevede costi a carico della finanza pubblica.

ANALISI DELL'IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE (AIR)

Titolo: Schema di decreto legislativo, recante «*Recepimento della direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione e adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809 del parlamento europeo e del consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali*».

Amministrazione competente: Ministero dell'economia e delle finanze

Referente: Ufficio legislativo economia

SINTESI DELL'AIR E PRINCIPALI CONCLUSIONI

Il presente decreto legislativo recepisce la direttiva (UE) 2024/2810 e adegua l'ordinamento nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809, secondo i principi e criteri di delega contenuti negli articoli 13, commi 1, 2, 3 e 4 della legge 13 giugno 2025, n. 91, recante «Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - legge di delegazione europea 2024».

La direttiva (UE) 2024/2810 e il regolamento (UE) 2024/2809 fanno parte del c.d. «*Listing Act*», ossia di un pacchetto di misure legislative presentate dalla Commissione europea il 7 dicembre 2022 e approvate dai colegislatori europei nel corso del 2024, concernente diversi interventi normativi sistematici finalizzati a rendere i mercati dei capitali più attraenti per le imprese dell'Unione Europea, facilitando l'accesso al capitale da parte delle piccole e medie imprese.

Il *Listing Act* riveste un ruolo cruciale nell'armonizzazione del quadro normativo europeo, prevedendo interventi normativi sistematici finalizzati a ridurre gli oneri regolamentari, a rafforzare il sistema finanziario europeo e a garantire un livello di trasparenza maggiore. Ciò al fine di rendere i mercati dei capitali più attraenti per le imprese dell'Unione europea e facilitare l'accesso al capitale da parte delle piccole e medie imprese. Al tempo stesso, il pacchetto normativo assicura una maggiore tutela per gli investitori e per l'integrità del mercato, confermando l'impegno dell'Unione europea nel creare nuove opportunità di crescita e accesso al capitale per le imprese.

Ampliare l'accesso alle fonti di finanziamento basate sul mercato per le imprese europee in ogni fase del loro sviluppo è un obiettivo fondamentale dell'Unione dei mercati dei capitali (UMC). Dall'avvio del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, l'Unione europea ha compiuto notevoli progressi per aumentare le fonti di finanziamento via via che le imprese si espandono e aumentare la disponibilità di finanziamenti basati sul mercato in tutta l'Unione europea. In tale ottica sono state intraprese diverse iniziative¹; ciò nonostante, i mercati pubblici dell'Unione europea per le PMI fanno fatica ad attirare nuovi emittenti. Il numero di offerte pubbliche iniziali sui mercati dedicati alle PMI è diminuito considerevolmente nell'Unione europea a seguito della crisi e non è più aumentato in modo significativo. Di conseguenza, l'Europa sta producendo un numero di offerte pubbliche iniziali delle PMI che corrisponde solo alla metà di quelle generate prima della crisi finanziaria.

¹Si ricorda che già sono in vigore nuove norme per stimolare gli investimenti dei fondi UE per il capitale di rischio (EuVECA) nelle *start-up* e nelle piccole e medie imprese. Insieme al Fondo europeo per gli investimenti, la Commissione ha inoltre lanciato un programma paneuropeo di fondi di capitali di rischio (*VentureEU*) per stimolare in tutta Europa gli investimenti nelle *start-up* e nelle imprese in fase di espansione (*scale-up*) innovative. Sono già state adottate nuove norme sui prospetti per sostenere le imprese che raccolgono fondi sui mercati pubblici di capitale e debito.

La Valutazione d'impatto² che accompagna la proposta del “*Listing Act*” indica che i mercati pubblici per le PMI si trovano ad affrontare, principalmente, due tipi di sfide a livello normativo: *i*) sul versante dell'offerta, gli emittenti devono sostenere costi di conformità elevati per la quotazione sui mercati pubblici; *ii*) sul versante della domanda, la liquidità insufficiente può pesare sugli emittenti (a causa dei costi più elevati del capitale), sugli investitori (che possono essere riluttanti a investire nelle PMI in prima istanza a causa degli scarsi livelli di liquidità e dei rischi di volatilità correlati) e sugli intermediari del mercato (i cui modelli di *business* dipendono dal flusso degli ordini dei clienti sui mercati liquidi).

Sotto il profilo *sub i*), le PMI che accedono ai mercati pubblici dei capitali sostengono due principali categorie di costi: (a) i costi diretti connessi alla quotazione iniziale, ossia alla fase di offerta pubblica iniziale (*Initial Public Offering* – IPO), e al mantenimento dello *status* di società quotata, che comprendono i compensi corrisposti ai diversi fornitori di servizi, quali banche collocatrici (*underwriters*), revisori contabili, consulenti legali e specialisti della comunicazione; (b) i costi indiretti e ricorrenti derivanti dagli adempimenti necessari per conformarsi ai requisiti normativi. Nel decidere se procedere o meno alla quotazione, le imprese valutano i benefici attesi in rapporto ai costi da sostenere. Qualora i costi risultino superiori ai benefici, oppure qualora fonti di finanziamento alternative offrano un rapporto costi-benefici più favorevole, le imprese tenderanno a non ricorrere alla quotazione delle proprie azioni o all'emissione di obbligazioni sui mercati pubblici dei capitali. Gli onerosi obblighi di rendicontazione sono considerati un costo indiretto della permanenza in borsa, poiché richiedono l'impiego di personale aggiuntivo per assistere l'emittente nel rispetto degli obblighi normativi. Il problema è ulteriormente aggravato dal fatto che la normativa dell'Unione europea presenta un elevato grado di tecnicità; di conseguenza, le PMI spesso non dispongono delle competenze o dell'esperienza necessarie per comprendere e adempiere correttamente ai propri obblighi, con il rischio di incorrere in problemi di conformità (*compliance*). Inoltre, molte di esse non sono disposte a ricorrere a consulenze legali esterne, a causa dei costi elevati che tali servizi comportano.

Più in generale, le PMI ritengono che la raccolta di capitali attraverso i mercati finanziari comporti un significativo onere amministrativo, considerato uno dei principali ostacoli alla quotazione.

Per quanto concerne invece il problema della liquidità, è noto come bassi livelli di liquidità rappresentano uno dei principali deterrenti agli investimenti negli strumenti finanziari delle PMI, e in particolare nelle azioni. Gli investitori, sia istituzionali sia al dettaglio (*retail*), tendono infatti a preferire titoli e mercati liquidi per i propri investimenti. Uno studio ha evidenziato che sia gli investitori *retail* sia quelli istituzionali ritengono che una maggiore liquidità delle azioni delle PMI sia il principale fattore in grado di aumentare la loro fiducia nelle PMI quotate. In assenza di liquidità, gli investitori professionali sono esposti a un maggiore rischio di liquidità (*liquidity risk*) e tendono a spostare i propri investimenti dalle PMI verso società a maggiore capitalizzazione. La liquidità costituisce inoltre il presupposto fondamentale per poter uscire da un investimento.

Inoltre, la scarsa liquidità dei mercati dedicati alle PMI rappresenta una variabile rilevante anche per le società emittenti. Essa aumenta il costo del capitale proprio (*cost of equity*) e accresce la probabilità che un'offerta pubblica iniziale (IPO) venga sottoprezzata rispetto ai reali fondamentali dell'impresa, poiché gli investitori incorporano nel prezzo il rischio di liquidità. Inoltre, la mancanza di liquidità può costituire un importante fattore alla base della decisione di revocare la quotazione (*delisting*). Se un titolo è poco liquido, tende infatti a essere negoziato con uno sconto rispetto al suo valore potenziale, riducendo così i benefici derivanti dalla quotazione. Di conseguenza, le imprese caratterizzate da una struttura proprietaria più concentrata (e quindi da un *free float* ridotto), da un

² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018SC0243>

basso volume di scambi e operanti in mercati nazionali meno liquidi potrebbero essere maggiormente inclini a tornare private.

Nondimeno, la carenza di liquidità rappresenta una fonte di preoccupazione anche per gli intermediari di mercato, laddove la liquidità delle azioni delle PMI viene considerata come il fattore più importante per il buon funzionamento dell'ecosistema delle PMI. Tale risultato è condiviso da tutte le categorie di intermediari, poiché le istituzioni finanziarie che offrono servizi alle PMI forniscono generalmente una pluralità di attività, molte delle quali dipendono dalla presenza di un mercato liquido, come il collocamento (*underwriting*), l'intermediazione (*brokerage*) e il *market making*. La liquidità è infatti un elemento essenziale del modello di *business* dei *broker*, soprattutto nei segmenti di mercato caratterizzati da bassi volumi di negoziazione, come quelli dedicati alle PMI.

In tale contesto si colloca la presente iniziativa legislativa, che rappresenta un punto centrale nel programma di lavoro per la realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali al fine di facilitare l'accesso ai mercati pubblici dei capitali per le piccole e medie imprese. In particolare, essa è volta a aumentare l'attrattiva dei mercati pubblici e migliorare l'accesso ai finanziamenti per le PMI, mediante la riduzione degli oneri amministrativi eccessivi che gravano su tali imprese che intendono quotarsi in borsa o emettere titoli azionari e obbligazioni e a migliorare il livello di liquidità dei mercati di crescita per le PMI.

Conseguentemente, l'effetto finale sarà quello di ridurre la dipendenza delle PMI dai finanziamenti bancari e aumentare la loro resilienza agli *shock* economici, arrecando così vantaggi all'intera economia.

SEZIONE 1 - CONTESTO E PROBLEMI DA AFFRONTARE

Contesto e finalità della direttiva (UE) 2024/2810.

La direttiva (UE) 2024/2810 stabilisce disposizioni comuni in materia di strutture azionarie a voto plurimo (MVS) nelle società che chiedono l'ammissione delle proprie azioni alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), compresi i mercati in crescita per le piccole e medie imprese (PMI), prevedendo norme dettagliate sul modo in cui le società possono adottare o modificare le strutture azionarie a voto plurimo, sulle garanzie per proteggere gli azionisti ordinari e sulla trasparenza richiesta nei mercati pubblici.

In particolare, essa stabilisce:

- le condizioni per l'adozione o la modifica di strutture azionarie a voto plurimo prima dell'ammissione alla negoziazione;
- le garanzie per gli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo;
- i requisiti di informativa e di trasparenza per le società con strutture azionarie a voto plurimo;
- norme uniformi di identificazione per le azioni soggette a strutture azionarie a voto plurimo;
- obblighi di relazione e di revisione per gli Stati membri dell'Unione europea e la Commissione europea.

Tale intervento normativo si inserisce in un contesto caratterizzato da sostanziali differenze tra gli Stati membri per quanto riguarda le disposizioni nazionali in materia di strutture con azioni a voto plurimo. Invero, alcuni Stati membri consentono strutture con azioni a voto plurimo, mentre altri le vietano; inoltre, in alcuni Stati membri tale divieto è limitato alle società pubbliche, mentre in altri si applica a tutte le società. Tali differenze creano ostacoli alla libera circolazione dei capitali nel mercato interno e condizioni di disparità per le società nei diversi Stati membri. Infatti, le società di uno Stato membro che vieta le strutture con azioni a voto plurimo, qualora volessero adottare una struttura con azioni a voto plurimo al fine di chiedere l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni su un mercato, sono obbligate a trasferirsi in un altro Stato membro o al di fuori dell'Unione europea, sostenendo, pertanto, costi in termini sia economici sia procedurali. Addirittura, in alcuni casi, proprio a causa di tali maggiori costi, le società potrebbero decidere di non raccogliere fondi presso il pubblico; il che potrebbe limitare le loro opportunità di finanziamento. Tali considerazioni sono

particolarmente pertinenti per le PMI e per le *start-up*, poiché esse non dispongono di risorse finanziarie per coprire tali costi.

In tale contesto si inserisce la direttiva in questione, la quale è volta al superamento delle problematiche esposte mediante l'emanazione di disposizioni comuni in materia di strutture azionarie a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione delle proprie azioni alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione, compresi i mercati in crescita per le piccole e medie imprese, come indicato anche nel successivo punto 2.1.

Contesto e finalità del regolamento (UE) 2024/2809.

Come noto, le imprese quotate su un mercato di crescita per le PMI sono tenute a rispettare alcune norme UE, tra le quali il regolamento sugli abusi di mercato (MAR). Dalla sua entrata in vigore, il 1° luglio 2016, il regolamento MAR è stato esteso ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), inclusi i mercati di crescita per le PMI. Il regolamento (UE)n 2024/2809 mira a rafforzare l'integrità del mercato e la fiducia degli investitori. Esso, in particolare, vieta:

- di abusare o tentare di abusare di informazione privilegiate;
- di raccomandare ad altri di abusare di informazioni privilegiate o indurre altri ad abusare di informazioni privilegiate;
- di comunicare in modo illecito informazioni privilegiate;
- di effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato.

Rafforzando l'integrità del mercato ed estendendo ai sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) il regime in materia di abusi di mercato, il regolamento sugli abusi di mercato ha avuto un ruolo fondamentale nel ripristino della fiducia degli investitori nei mercati finanziari. Tuttavia, si tratta di un regolamento basato su un approccio indifferenziato; invero, quasi tutti gli obblighi che impone si applicano allo stesso modo a tutti gli emittenti, a prescindere dalle loro dimensioni o dalle sedi di negoziazione in cui i loro strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione. Il complesso normativo dell'UE attualmente prevede solo poche semplificazioni per gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI, ai quali impone, peraltro, costi sproporzionatamente elevati.

Tali costi riducono l'attrattiva relativa delle emissioni pubbliche di capitale o di debito. Inoltre, le azioni delle PMI sono caratterizzate da scarsa liquidità e ciò aumenta i rischi connessi alla liquidità e alla volatilità per gli investitori, il che riduce le valutazioni dei titoli azionari.

Ciò premesso, il regolamento in esame è finalizzato a superare tali criticità come meglio specificato nel successivo punto 2.1.

SEZIONE 2. OBIETTIVI DELL'INTERVENTO E RELATIVI INDICATORI

2.1 Obiettivi generali e specifici

Obiettivi generali del decreto in commento sono quelli di:

- ridurre gli oneri amministrativi e i costi di conformità alla normativa che le PMI devono sostenere nel momento in cui i loro strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione in un mercato di crescita per le PMI, garantendo allo stesso tempo un elevato livello di tutela degli investitori e l'integrità del mercato;
- *ii)* aumentare la liquidità degli strumenti di capitale quotati sui mercati di crescita per le PMI.

Come premesso, ciò aumenterà l'attrattiva dei mercati pubblici, migliorerà l'accesso ai finanziamenti per le PMI, e, conseguentemente, ridurrà la dipendenza delle PMI dai finanziamenti bancari e aumenterà la loro resilienza agli *shock* economici, arrecando vantaggi all'intera economia.

Con particolare riferimento alla **direttiva (UE) 2024/2810** il fine ultimo è favorire le possibilità di finanziamento per le società e rendere più attraenti i sistemi multilaterali di negoziazione. Per il raggiungimento di tale obiettivo, la direttiva e conseguentemente il decreto legislativo in esame, si pongono l'obiettivo specifico di prevedere norme comuni sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in sistemi multilaterali di negoziazione, che comprendono i mercati di crescita per le PMI, e che non hanno alcuna azione già

ammessa alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione o in un mercato regolamentato. Obiettivo specifico è, dunque, quello di chiarire e di armonizzare la disciplina in materia, nel rispetto di misure di garanzia per gli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo, nonché di norme specifiche in tema di trasparenza e di informativa per garantire un processo decisionale equilibrato.

Il **regolamento (UE) 2024/2809** non costituisce una revisione del regolamento sugli abusi di mercato (in applicazione da meno di due anni), bensì è volto ad apportare unicamente modifiche tecniche per rendere più proporzionato il quadro giuridico dell'Unione europea applicabile alle PMI quotate. Le modifiche legislative proposte, in particolare, mirano a ridurre gli oneri amministrativi e i costi di conformità che gravano sugli emittenti dei mercati di crescita per le PMI. La presente iniziativa, inoltre, è volta a promuovere la liquidità facendo in modo che tutti gli emittenti dei mercati di crescita per le PMI nell'Unione europea possano stipulare un contratto di fornitura di liquidità.

Tali interventi dovrebbero:

- rafforzare l'attrattiva della quotazione nelle sedi di negoziazione, anche e soprattutto di quelle sedi principalmente dedicate alle piccole e medie imprese (PMI), come i mercati di crescita per le PMI e altri sistemi multilaterali di negoziazione, aumentandone in tal modo la capacità di raccogliere fondi sui sistemi multilaterali di negoziazione;
- ridurre le disuguaglianze per le imprese che chiedono l'ammissione alla negoziazione nel mercato interno.

2.2 INDICATORI E VALORI DI RIFERIMENTO

Gli indicatori associati agli obiettivi dell'intervento normativo sono i seguenti.

1) Impatti sugli emittenti dei mercati di crescita per le PMI e gestori del mercato:

- a) numero di mercati di crescita per le PMI registrati;
- b) numero di quotazioni e capitalizzazione del mercato per l'insieme dei mercati di crescita per le PMI;
- c) numero e volume delle offerte pubbliche iniziali (IPO) e delle offerte di obbligazioni iniziali (IBO) sui mercati di crescita per le PMI;
- d) numero e volume delle IPO e delle IBO delle PMI europee nei paesi terzi;
- e) rapporto tra finanziamenti esterni delle PMI da parte delle banche e finanziamenti esterni delle PMI da parte dei mercati dei capitali.

2) Impatti sulla liquidità dei mercati di crescita per le PMI:

- a) numero di contratti di liquidità sottoscritti dagli emittenti;
- b) volumi delle operazioni;
- c) flottante medio

SEZIONE 3. OPZIONI DI INTERVENTO E VALUTAZIONE PRELIMINARE

Non sono state prese in considerazione opzioni alternative all'intervento normativo, poiché gli Stati membri sono obbligati a recepire le disposizioni contenute nella direttiva (UE) 2024/2810.

Gli interventi da effettuare da parte del legislatore nazionale sono minimi, come puntualmente elencato nel successivo paragrafo 4.3.

SEZIONE 4. COMPARAZIONE DELLE OPZIONI E MOTIVAZIONE DELL'OPZIONE PREFERITA

4.1 Impatti economici, sociali ed ambientali per categoria di destinatari.

Come premesso, destinatari delle misure di cui alla **direttiva (UE) 2024/2810** sono le società che chiedono l'ammissione delle proprie azioni alla negoziazione su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), compresi i mercati in crescita per le piccole e medie imprese (SME).

Per quanto concerne gli impatti, l'intervento normativo in parola è volto ad armonizzare la disciplina in materia di strutture azionarie a voto plurimo, nel rispetto di misure di garanzia per gli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo, al fine di garantire un processo decisionale equilibrato. In definitiva, l'intervento normativo esplicherà i propri impatti, *in primis*, sulle PMI affinché le stesse possano svolgere la propria funzione essenziale di finanziamento dell'economia reale, consentendo in tal modo una rapida ricapitalizzazione delle imprese.

Segnatamente, le misure proposte porteranno vantaggi alle azioni (*equity*) delle PMI quotate su uno o pochi mercati regolamentati e alla visibilità dei mercati di crescita per le PMI. Ciò aumenterebbe l'attrattiva degli investimenti e le possibilità che gli strumenti finanziari vengano inclusi in fondi di investimento o portafogli di investimento, circostanza che, a sua volta, contribuirebbe all'efficacia della raccolta di capitali, in particolare da parte delle PMI.

Con riferimento al **regolamento (UE) 2024/2809**, destinatari delle misure ivi previsti sono in particolare le PMI. Invero, come ampiamente sopra delineato, l'intervento normativo *de quo* è volto ad apportare modifiche tecniche per rendere più proporzionato il quadro giuridico dell'Unione europea applicabile alle PMI quotate.

Sotto il profilo degli impatti, il regolamento (UE) e, conseguentemente, il presente decreto legislativo in esame mira principalmente a favorire e ad aumentare le possibilità di finanziamento per le società e a rendere più attraenti i sistemi multilaterali di negoziazione, rafforzando l'attrattiva della quotazione nelle sedi multilaterali di negoziazione e riducendo le disuguaglianze per le imprese che chiedono l'ammissione alla negoziazione nel mercato interno.

4.2 Impatti specifici

A. Effetti sulle PMI (test PMI)

Le PMI beneficeranno di costi di adeguamento alla normativa ridotti e di una maggiore liquidità al momento della quotazione sui mercati di crescita per le PMI. Ciò consentirà loro di diversificare le fonti di finanziamento diverse dal credito bancario e di rafforzare la loro capacità complessiva di ottenere finanziamenti, il che favorirà una maggiore crescita e accrescerà la capacità delle PMI di investire in ricerca e sviluppo.

Dunque, l'intervento normativo in questione può contribuire a fornire alle PMI l'accesso ai finanziamenti e, più in generale, a completare l'Unione dei mercati dei capitali, permettendo loro di accedere a fonti di finanziamento alternative rispetto a quelle tradizionali - quali prestiti bancari, scoperti di conto corrente e debiti con carte di credito - che sono spesso costose per le imprese che si trovano in una fase iniziale della loro attività.

B) Effetti sulla concorrenza.

Con riferimento alle misure di recepimento della direttiva (UE) 2024/2810 e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2024/2809 lo schema di decreto legislativo in esame non prevede obblighi ulteriori atti a creare svantaggi concorrenziali per le imprese italiane. Di converso, il decreto legislativo in commento creerà un quadro giuridico nazionale certo contribuendo a migliorare l'efficienza del mercato finanziario generando un positivo effetto pro-concorrenziale.

C) Oneri informativi

Il provvedimento normativo in esame non introduce nuovi oneri informativi nei confronti della P.A. (come prevede la legge n. 246/2005), concernenti l'elaborazione e la trasmissione di informazioni e documenti alla pubblica amministrazione, a carico dei soggetti destinatari del provvedimento. Le nuove disposizioni si inseriscono in un quadro regolamentare consolidato nel quale i destinatari della normativa in materia già operano.

D) Rispetto dei livelli minimi di regolazione europea

La proposta risulta essere in linea con la normativa unionale applicabile.

4.3 Motivazione dell'opzione preferita

Come premesso, non sono state prese in considerazione opzioni alternative all'intervento normativo in esame atteso che opzioni diverse causerebbero svantaggi rilevanti all'Italia sia in quanto si renderebbe inadempiente a livello comunitario, poiché gli Stati membri sono obbligati a recepire le disposizioni contenute nella direttiva in questione e ad adottare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie, sia in quanto non potrebbe beneficiare delle previsioni introdotte dall'intervento in esame.

Con particolare riferimento alla direttiva (UE) 2024/2810, le scelte regolatorie contenute nel provvedimento normativo in esame derivano dalla necessità di recepire la direttiva medesima.

Per realizzare quanto sopra è necessario effettuare un'operazione minima di manutenzione del TUF al fine di introdurre le norme necessarie alla corretta applicazione in ambito domestico della normativa sovranazionale.

In tale ottica, è stato introdotto il nuovo articolo 66-bis.1 (*Ammissione alle negoziazioni di società con strutture a voto plurimo*) al fine di dare attuazione a quanto previsto dall'articolo 5 della direttiva (UE) 2024/2810, in materia di trasparenza, atteso che il nostro ordinamento, alla luce della disciplina codicistica e del TUF così come modificate dalla legge capitali, è, per la gran parte, già conforme alle misure sovranazionali di cui alla citata direttiva (UE) 2024/2810.

Trattandosi di direttiva e, quindi, di un atto che vincola gli Stati al raggiungimento di un certo risultato, in astratto sono possibili diversi mezzi per addivenire al conseguimento del risultato in questione ma, nel caso di specie, la scelta è risultata vincolata in quanto non sussistono margini di discrezionalità nel perseguire le finalità specifiche.

Con riferimento al regolamento (UE) 2024/2809, invece, non sono state prese in considerazione opzioni alternative all'intervento normativo poiché gli Stati membri sono obbligati a conformarsi alle disposizioni contenute nel citato regolamento.

Essendo il regolamento europeo uno strumento giuridico di armonizzazione massima, gli interventi da effettuare da parte del legislatore nazionale sono minimi e riguardano aspetti rimessi alla potestà degli Stati membri.

Come noto, il regolamento è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri e gli Stati membri non impongono obblighi aggiuntivi nella materia disciplinata dal regolamento europeo.

Gli Stati membri stabiliscono le norme sulle sanzioni e sulle altre misure applicabili alle violazioni del regolamento e adottano tutte le misure necessarie a garantire che queste vengano attuate. Le sanzioni e le altre misure previste sono efficaci, proporzionate e dissuasive.

A tal fine sono stati modificati i seguenti articoli del TUF: 114, 187-ter.1, 187-quater, 187-octies, 194-bis.

In conclusione, l'Amministrazione ha valutato che le opzioni prescelte dal legislatore europeo non presentano svantaggi.

SEZIONE 5. MODALITÀ DI ATTUAZIONE E MONITORAGGIO

5.1 Attuazione

Si segnala che non sussistono elementi, legati al contesto giuridico o economico, che possano comportare un ostacolo all'assolvimento di quanto previsto e allo svolgimento delle attività di cui al decreto in commento. Non si ravvisano, inoltre, fattori prevedibili che possano condizionare o impedire l'attuazione delle nuove norme. L'attuazione delle disposizioni in commento è, in particolare, assicurata dal Ministero dell'economia e delle finanze, dalle Autorità nazionali di

vigilanza tenute all'adozione di eventuali atti regolamentari e dai soggetti chiamati ad applicare le disposizioni contenute nella disciplina regolamentare europea.

5.2 Monitoraggio

Un'analisi delle conseguenze, anche in termini di rapporto costi/benefici, derivanti dall'attuazione del decreto in esame potrà essere effettuato solo *ex post*, allorquando le nuove norme avranno prodotto i loro effetti, quindi in fase di monitoraggio, prendendo in considerazione un arco temporale sufficientemente ampio.

In tale ambito, l'intervento in questione sarà oggetto di una valutazione completa per verificarne, in particolare, l'efficacia e l'efficienza per quanto riguarda il conseguimento degli obiettivi prefissati e per decidere se siano necessarie nuove misure o modifiche.

Con riferimento alla direttiva (UE) 2024/2810, a livello unionale, sono previste delle misure di riesame circa l'attuazione e l'efficacia delle disposizioni normative introdotte. In particolare:

- entro il 5 dicembre 2027 gli Stati membri devono riferire alla Commissione in merito alle società che utilizzano strutture azionarie a voto plurimo, comprese le misure di salvaguardia applicate;
- entro il 5 dicembre 2028 la Commissione deve presentare una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio dell'Unione europea, valutando l'applicazione della direttiva e l'eventuale estensione del suo ambito di applicazione.

A livello nazionale, il controllo e il monitoraggio degli effetti dell'intervento normativo verranno svolti dal Ministero dell'economia e delle finanze e dalle Autorità di vigilanza (nella specie, Consob e Banca d'Italia) che vigilano sull'applicazione delle norme secondo le rispettive attribuzioni.

CONSULTAZIONI SVOLTE NEL CORSO DELL'AIR

Lo schema di decreto legislativo è stato redatto all'esito di un'attività di collaborazione con le Autorità di vigilanza. Non è stata realizzata una consultazione pubblica.

PERCORSO DI VALUTAZIONE

L'intervento regolatorio è stato elaborato dal Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del Tesoro - previo confronto con le Autorità di vigilanza, sulla base degli elementi informativi al momento disponibili.