COMMISSIONI RIUNITE

II (Giustizia) e VI (Finanze)

S O M M A R I O

ATTI DEL GOVERNO:

Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento. Atto n. 331 *(Seguito dell'esame, ai sensi dell'articolo 143, comma 4, del Regolamento, e conclusione – Parere favorevole con osservazioni)* 30

ALLEGATO 1 (Parere approvato) 33

ALLEGATO 2 (Proposta alternativa di parere del gruppo Partito Democratico-Italia Democratica e Progressista) 37

ALLEGATO 3 (Proposta alternativa di parere del gruppo Movimento 5 Stelle) 45

ATTI DEL GOVERNO

Martedì 17 febbraio 2026. — Presidenza del presidente della VI Commissione Marco OSNATO. – Interviene il sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze, Federico Freni.

La seduta comincia alle 13.

Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento.
Atto n. 331.

(Seguito dell'esame, ai sensi dell'articolo 143, comma 4, del Regolamento, e conclusione – Parere favorevole con osservazioni).

Le Commissioni proseguono l'esame dello schema di decreto all'ordine del giorno, rinviato nella seduta del 29 ottobre 2025.

Marco OSNATO, *presidente*, rammenta che il termine per l'espressione del parere parlamentare sul provvedimento in esame è scaduto lo scorso 30 [(1)] novembre 2025, e che il rappresentante del Governo, nella seduta del 19 [(1)] novembre 2025, ha manifestato la disponibilità dell'Esecutivo ad attendere il parere delle Commissioni anche oltre la richiamata scadenza.

Ricorda che i relatori, la scorsa settimana, hanno anticipato per le vie brevi ai membri delle Commissioni la propria proposta di parere sul provvedimento.

---

(1) Testo modificato a seguito della pubblicazione dell'*errata corrige* nel *Bollettino delle Giunte e delle Commissioni parlamentari* n. 697 del 17 giugno 2026.
(1) Testo modificato a seguito della pubblicazione dell'*errata corrige* nel *Bollettino delle Giunte e delle Commissioni parlamentari* n. 697 del 17 giugno 2026.

Daniela DONDI (FDI), *relatrice per la II Commissione*, anche a nome del relatore per la VI Commissione, deputato Centemero, formula una proposta di parere favorevole con osservazioni *(vedi allegato 1)*, che illustra.

Marco OSNATO, *presidente*, comunica che sono state presentate due proposte alternative di parere, rispettivamente del gruppo PD-IDP *(vedi allegato 2)* e M5S *(vedi allegato 3)*. Avverte che le proposte alternative di parere saranno poste in votazione solo ove fosse respinta la proposta di parere formulata dai relatori.

Enrica ALIFANO (M5S), intervenendo per illustrare la proposta alternativa di parere presentata dal proprio gruppo, evidenzia come il provvedimento in esame, benché con il condivisibile intento di rendere il mercato dei capitali maggiormente flessibile, finisca per realizzare una non condivisibile riduzione dei controlli, che rischia di determinare l'allontanamento dei risparmiatori dal mercato azionario. Sottolinea, quindi, l'esigenza di rendere il mercato dei capitali più attrattivo che flessibile, esigenza confermata dai numeri – a suo parere preoccupanti – del *downlisting* e del *delisting*.

Ritiene, inoltre, che sia necessario rafforzare la tutela delle minoranze societarie, compromessa a suo avviso dalle previsioni dello schema di decreto legislativo in esame.

Ricorda, infine, come le interlocuzioni avviate con le forze di maggioranza, nel corso dell'esame del provvedimento al Senato, non abbiano condotto all'accoglimento dei punti salienti in quella sede rappresentati dal suo gruppo; avrebbe auspicato un diverso atteggiamento della maggioranza in questa occasione.

Preannuncia pertanto il voto contrario del M5S sulla proposta di parere formulata dai relatori.

Virginio MEROLA (PD-IDP) illustra la proposta alternativa di parere presentata, evidenziando che il provvedimento in esame presenta numerosi punti critici.

Con riferimento alla tutela degli investitori, rileva come lo schema di decreto legislativo limiti le ipotesi in cui è configurabile l'azione di concerto – tema peraltro all'attenzione della stampa – e restringa le possibilità, per la Consob, di accertare i coordinamenti occulti tra i soci. A suo parere, tali modifiche favoriscono l'elusione dell'obbligo di promuovere l'offerta pubblica di acquisto, limitando inoltre la capacità di vigilanza delle Autorità di settore.

Con riguardo alla tutela dei soci di minoranza, le modifiche alle soglie dell'OPA e dei relativi prezzi rischiano di facilitare acquisizioni societarie ostili, a condizioni meno tutelanti per i piccoli azionisti. Si rischia inoltre il *delisting* a prezzi bassi, ovvero l'uscita dai mercati delle partecipazioni di minoranza, per la difficoltà di mantenere i requisiti minimi di quotazione.

Ritiene poi inaccettabile il complesso di regole sulle operazioni straordinarie e sulle acquisizioni totalitarie. A suo parere, la riforma è eccessivamente favorevole agli acquirenti e quasi espropriativa per i soci minoritari, in ragione della partecipazione subordinata a soglie azionarie; in tal modo si riducono il confronto assembleare e i diritti di intervento, col rischio di votazioni meramente formali.

Con riferimento alla disciplina del rappresentante designato e delle modalità esclusivamente telematiche di svolgimento delle assemblee, rammenta che in sede europea sono stati già formulati rilievi sulla riforma, per il suo possibile contrasto con la vigente disciplina unionale.

Evidenzia inoltre il forte rischio di incostituzionalità della disciplina delle società di futura quotazione in rapporto con le PMI, per l'eccessiva autonomia statutaria, con particolare riferimento alla possibilità di deroga alla disciplina del voto di lista, dei *quorum* assembleari, del diritto di recesso e delle operazioni con parti correlate. Ritiene, al riguardo, che la riforma rafforzi in modo eccessivo la posizione dell'azionista di controllo.

Evidenzia poi criticità nel rapporto tra l'assemblea dei soci e l'organo amministra-

tivo della società; la riforma attribuisce al consiglio di amministrazione competenze in precedenza riservate ai soci, con la possibilità di modificare lo statuto senza approvazione assembleare nelle società neoquotate, con la riduzione dei diritti informativi e partecipativi degli azionisti. Per quanto riguarda il novellato articolo 125-*bis* del TUF, ritiene escludente la disciplina della partecipazione assembleare senza partecipazione diretta dei soci.

Rileva poi che il provvedimento in esame si caratterizza per una forte disparità di trattamento tra le società quotate, in relazione alle opzioni riservate alle PMI. Si tratta della possibilità per le PMI qualificate – in presenza cioè di determinati requisiti – di accedere al regime agevolato per le società di nuova quotazione, entro due anni dall'entrata in vigore della riforma. Tale possibilità non è invece concessa alle medesime categorie di imprese, ove qualificate successivamente a tale termine. A suo parere, tale differenza di trattamento è in contrasto con il dettato costituzionale per violazione del principio di uguaglianza.

Sotto un diverso profilo, ritiene che le deroghe al voto di lista siano troppe e non motivate.

Per quanto attiene alle deroghe alla disciplina delle operazioni con parti correlate, a suo avviso le modifiche in esame aumentano il rischio di conflitti di interesse, oltre a configurarsi come incompatibili con le norme europee.

Evidenzia, infine, la necessità di valutare la riforma nel contesto in cui essa si inserisce. Il suo gruppo parlamentare in passato ha espresso netta contrarietà alla condotta dell'Esecutivo nelle vicende note come *risiko* bancario. Esprime dunque il timore che le norme in esame possano indebolire gli strumenti investigativi sulle operazioni di mercato e possano indirettamente incidere su vicende giudiziarie in corso nel settore bancario e assicurativo, così come sulle annunciate nomine alla Consob.

Il sottosegretario Federico FRENI sottolinea innanzitutto come nessuna delle disposizioni recate dallo schema di decreto legislativo in esame possa in alcun modo incidere sulle indagini in corso, né vi siano norme con effetto retroattivo o che abbiano natura interpretativa. Rileva peraltro come tali garanzie siano rafforzate dal previsto periodo di *vacatio legis*.

Evidenzia che l'Esecutivo ha riservato particolare attenzione a tali aspetti, cui attribuisce grande importanza, nel rigoroso rispetto del lavoro della magistratura.

Virginio MEROLA (PD-IDP) registra con favore la precisazione del sottosegretario Freni.

Nessun altro chiedendo di intervenire, le Commissioni approvano la proposta di parere favorevole, con osservazioni, formulata dai relatori *(vedi allegato 1)*.

Marco OSNATO, *presidente*, comunica che, a seguito dell'approvazione della proposta di parere dei relatori, risultano precluse le proposte alternative di parere formulate dai gruppi PD-IDP *(vedi allegato 2)* e M5S *(vedi allegato 3)*, che non saranno pertanto poste in votazione.

La seduta termina alle 13.15.

ALLEGATO 1

Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento. Atto n. 331.

PARERE APPROVATO

Le Commissioni II Giustizia e VI Finanze,

esaminato lo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento (Atto n. 331);

rilevato che il provvedimento è adottato in attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, come modificata dalla legge 11 marzo 2025, n. 28, e dà attuazione ai principi e criteri direttivi della legge di delega in materia di mercati dei capitali, emittenti, governo societario e controlli;

esprimono

PARERE FAVOREVOLE

con le seguenti osservazioni:

a) valuti il Governo l'opportunità di abrogare integralmente la disciplina del cosiddetto *interlocking*, prevista dall'articolo 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214;

b) valuti il Governo l'opportunità di semplificare e abbreviare l'*iter* di quotazione per le società che abbiano emesso strumenti finanziari quotati in un ordinamento dell'Unione europea;

c) valuti il Governo l'opportunità, con riferimento alla disciplina delle società di partenariato, di prevedere: (i) il ricorso a un modello societario diverso da quello di società in accomandita per azioni, quale, ad esempio, quello di società in accomandita semplice, e a una disciplina societaria più flessibile, in particolare nel caso di società di partenariato sotto soglia; (ii) modifiche volte a chiarire l'assetto delle prerogative di gestione in caso di gestione interna e di gestione esterna;

d) valuti il Governo l'opportunità di intervenire sugli articoli 127-*quinquies* e 127-*sexies* del TUF, per prevedere la sterilizzazione dei diritti di voto plurimo e maggiorato nelle deliberazioni aventi ad oggetto: operazioni di fusione che comportino l'esclusione dei titoli dalle negoziazioni sul mercato regolamentato italiano; il trasferimento della sede sociale all'estero; l'azione di responsabilità contro gli amministratori, ai sensi dell'articolo 2393 del codice civile; l'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci ai sensi dell'articolo 112-*bis*, introdotto dal presente schema di decreto; le operazioni che comportano l'esclusione dalle negoziazioni delle azioni sul mercato regolamentato italiano, ai sensi dell'articolo 133, comma 1; il trasferimento delle negoziazioni delle azioni su un sistema multilaterale di negoziazione, ai sensi dell'articolo 133, comma 2;

e) valuti il Governo l'opportunità, con riferimento alla procedura di acquisto totalitario delle azioni di cui al citato articolo 112-*bis* del TUF, anche alternativamente, di: (i) allineare alla disciplina dell'OPA obbligatoria di cui all'articolo 106, comma 2, il riferimento alla media dei prezzi; (ii) prevedere che la relazione illustrativa dell'operazione sia preventivamente notificata alla Consob, al fine di consentire all'Autorità di indicare eventuali modifiche e integrazioni, secondo procedure e tempistiche certe; (iii) introdurre un *quorum* deliberativo ulteriormente rafforzato per l'assemblea straordinaria di cui al comma 5 dell'articolo 112-*bis*; (iv) introdurre regole volte a favorire la stabilità degli effetti, prevedendo che non possono essere pronunciate invalidità una volta effettuate tutte le formalità pubblicitarie e che la delibera di acquisto totalitario abbia esecuzione solo decorso un certo lasso di tempo dall'iscrizione nel registro delle imprese;

f) valuti il Governo l'opportunità di modificare la disciplina relativa alle modalità di svolgimento dell'assemblea di cui all'articolo 125-*bis*.1, introdotto dal presente schema di decreto, prevedendo: (i) una riduzione della soglia richiesta dal comma 4 cui subordinare la partecipazione alla discussione in assemblea, non necessariamente parametrandola al possesso di una percentuale del capitale sociale in assemblea; (ii) una riduzione della soglia richiesta dal comma 5 per chiedere che l'assemblea si svolga mediante adunanza in luogo fisico, senza ricorso in via esclusiva al rappresentante designato o ai mezzi di telecomunicazione; (iii) una modifica al comma 3 che chiarisca che lo statuto possa prevedere anche che l'assemblea si tenga in modalità tradizionale;

g) valuti il Governo l'opportunità di escludere i clienti professionali su richiesta dal novero di quelli nei cui confronti possono operare in Italia, in libera prestazione di servizi, le imprese e le banche di Paesi terzi;

h) valuti il Governo l'opportunità di prevedere, all'articolo 57-*ter*, introdotto dal presente schema di decreto, dedicato alla crisi del fondo comune di investimento e del relativo comparto, un flusso informativo dal tribunale alla Banca d'Italia, affinché siano tempestivamente comunicati all'Autorità i provvedimenti adottati;

i) valuti il Governo l'opportunità che l'articolo 148.3, introdotto dal presente schema di decreto, nell'attribuire al consiglio di amministrazione la competenza a nominare i membri del comitato per il controllo sulla gestione, faccia salva la possibilità di una diversa previsione statutaria;

j) valuti il Governo l'opportunità di prevedere che, ai sensi del nuovo articolo 2396-*bis* del codice civile, in tema di divieto di concorrenza e utilizzazione delle informazioni per i direttori generali, è l'organo amministrativo a concedere la specifica autorizzazione di cui al primo comma;

k) valuti il Governo l'opportunità di introdurre ulteriori presidi a tutela delle minoranze nel caso di *downlisting,* anche assumendo come riferimento quanto previsto dagli altri ordinamenti dell'Unione europea;

l) valuti il Governo l'opportunità di estendere il termine di trenta giorni previsto dal nuovo comma 4 dell'articolo 148 del TUF, per dichiarare la decadenza dei componenti dell'organo di controllo da parte dell'organo competente a nominarli;

m) valuti il Governo l'opportunità, all'articolo 147-*sexies*, comma 3, introdotto dal presente schema di decreto, di meglio chiarire e differenziare – eventualmente attraverso un espresso riferimento agli ambiti di rispettiva competenza – la posizione e il ruolo del comitato preposto al controllo dei rischi e dell'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nel compito di assicurare la rappresentazione unitaria dei rischi;

n) valuti il Governo l'opportunità di gradualmente prevedere, anche per le società diverse dagli emittenti quotati, l'eliminazione degli obblighi di informazione tramite pubblicazione per estratto sui giornali quotidiani;

o) valuti il Governo l'opportunità di modificare alcuni aspetti della disciplina

dell'OPA, al fine di garantire maggiori presidi di tutela delle minoranze, soprattutto nel caso di OPA da *delisting*, e di evitare la possibilità di un eccessivo rafforzamento del controllo senza obbligo di lanciare l'OPA;

p) valuti il Governo l'opportunità di prevedere il diritto di recesso per i soci che non concorrono, successivamente all'ammissione delle azioni alla negoziazione, alla modifica dello statuto ai sensi degli articoli 154.3, 154.4, 154.5, introdotti dal presente schema di decreto, ove il medesimo sia previsto dallo statuto;

q) valuti il Governo l'opportunità di modificare la disciplina relativa alle modalità di svolgimento dell'assemblea di cui all'articolo 154.3, comma 3, introdotto dal presente schema di decreto, prevedendo una riduzione della soglia partecipativa massima che lo statuto può prevedere per la presentazione da parte dei soci di candidature per la nomina del consiglio di amministrazione, modulando eventualmente la soglia in base alla capitalizzazione di borsa;

r) valuti il Governo, alla luce della numerosità ed articolazione degli interventi previsti nello schema di decreto in esame, l'opportunità di prevedere un periodo transitorio o termini di entrata in vigore differenziati, al fine di assicurare alle società un tempo congruo per adeguarsi a quanto previsto dalle nuove disposizioni, eventualmente modulati in ragione delle specificità dei nuovi obblighi e delle modifiche previste;

s) valuti il Governo, alla luce della numerosità ed articolazione delle deleghe regolamentari previste nel decreto, l'opportunità di estendere i termini di alcune delle deleghe regolamentari conferite alle Autorità;

t) valuti il Governo l'opportunità di intervenire sulla disciplina applicabile alle società e alle PMI con azioni negoziate in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), tenuto conto del principio di proporzionalità, estendendo ove opportuno l'applicazione di disposizioni applicabili alle società quotate;

u) valuti il Governo l'opportunità di prevedere una disciplina in tema di validità e impugnazione delle deliberazioni degli organi di controllo delle società (collegio sindacale e consiglio di sorveglianza) e di uniformare la disciplina della impugnazione da parte dei soci delle delibere di approvazione del bilancio, prevedendo nuove disposizioni o modificando l'articolo 2409-*terdecies*.1 del codice civile, introdotto dal presente schema di decreto;

v) valuti il Governo l'opportunità di chiarire che la rinuncia all'azione sociale di responsabilità è un atto complesso a formazione progressiva, imputabile alla società, che il consiglio di sorveglianza delibera salvo opposizione dell'assemblea dei soci, e di procedimentalizzare l'*iter* che consente l'eventuale attivazione dell'assemblea dei soci;

w) valuti il Governo l'opportunità di modificare l'articolo 147-*ter* del TUF per fissare con certezza il termine a decorrere dal quale la perdita dei requisiti di indipendenza dell'amministratore produce l'effetto di decadenza, dando anche ai controinteressati uno strumento chiaro, trasparente e procedimentalizzato per far emergere la criticità e sottoporla all'organo deliberante, in contraddittorio con l'amministratore interessato;

x) valuti il Governo l'opportunità di introdurre una nuova figura di soggetti di diritto privato denominati « società finanziarie regionali », diretti a perseguire, in via indiretta e prevalente, le finalità pubbliche connesse alle funzioni facenti capo all'ente pubblico controllante e orientate al sostegno al tessuto economico locale, delineandone i requisiti di disciplina;

y) valuti il Governo l'opportunità di includere espressamente nel perimetro normativo del TUF i registri per la circolazione digitale basati su tecnologie di contabilità distribuita (DLT) e i relativi responsabili del registro, come individuati dal Regolamento (UE) 2022/858 e dal decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25, convertito, con modificazioni, dalla legge 10 maggio 2023, n. 52, assumendo altresì iniziative normative volte

a favorire in Italia l'introduzione di uno spazio di sperimentazione normativa dedicato a progetti innovativi che coinvolgono le DLT;

z) valuti il Governo l'opportunità di specificare, all'articolo 3-*bis* del TUF – introdotto dallo schema di decreto in esame e che prevede un regolamento che Consob e Banca d'Italia adottano « secondo le rispettive competenze » – se si faccia riferimento ad autonomi testi regolamentari o ad un unico atto adottato d'intesa tra le due autorità, e prevedere adeguate forme di comunicazione e garanzie di uniformità applicativa;

aa) valuti il Governo l'opportunità di adattare l'articolo 2382 del codice civile alle novità introdotte dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, di cui al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, nel quale non sono più contenuti il termine « fallito » e quello di « fallimento ».

ALLEGATO 2

Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento. Atto n. 331.

PROPOSTA ALTERNATIVA DI PARERE DEL GRUPPO PARTITO DEMOCRATICO – ITALIA DEMOCRATICA E PROGRESSISTA

Le Commissioni II e VI,

esaminato lo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento (Atto Governo n. 331);

premesso che:

l'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, ha delegato il Governo a riformare le disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e le disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, per la modifica delle disposizioni del codice di procedura civile in materia di arbitrato societario, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurare il miglior coordinamento;

il mercato azionario europeo e, in particolare, quello italiano soffrono da anni una significativa contrazione del numero di società quotate e delle opportunità di accesso alla quotazione, con evidenti ricadute sulla capacità delle imprese di raccogliere capitale e di sostenere percorsi di crescita e innovazione; in Italia i mercati regolamentati contano complessivamente poco più di 375 emittenti, un numero inferiore a quello di altre piazze europee comparabili, mentre la capitalizzazione globale dei mercati è cresciuta nel 2024, dimostrando che la liquidità è disponibile laddove esistono mercati credibili, contendibili e dotati di regole stabili;

tali dati confermano che il Paese necessita di una riforma profonda e strutturale del TUF e del diritto dei mercati dei capitali, volta a riequilibrare in modo coerente costi e benefici della quotazione e a rendere la piazza finanziaria italiana più attrattiva per imprese ad alto potenziale di crescita;

i principi e i criteri direttivi per l'attuazione della delega previsti dal comma 2 dell'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, non risultano tuttavia tradotti coerentemente dal provvedimento in esame. In diversi passaggi, il testo appare in palese contrasto con l'obiettivo strategico di modernizzare e migliorare la competitività strutturale del mercato dei capitali italiano, sostenere la crescita, la semplificazione della disciplina degli emittenti e la razionalizzazione delle fonti normative;

lo schema di decreto si colloca su una linea, non condivisibile, di continuità con le finalità e i contenuti della cosiddetta Legge capitali (legge n. 21 del 5 marzo 2024). Invece di intervenire direttamente sugli oneri e sulle rigidità che appesantiscono inutilmente la gestione delle società quotate e che scoraggiano le nuove quotazioni, il testo si concentra su interventi

orientati a depotenziare gli istituti che hanno dimostrato di funzionare a tutela delle minoranze. Nessuna misura è stata prevista per rafforzare gli strumenti di protezione degli investitori, anche solo per bilanciare l'accresciuta libertà concessa agli emittenti. E, in più di un caso, il legislatore delegato introduce nuovi vincoli privi di un chiaro fondamento di utilità e gravosi per gli emittenti;

le norme introdotte, nel loro complesso, non contribuiscono a creare un mercato dei capitali attrattivo, favorevole agli investimenti, e un diritto societario orientato alla nascita, alla crescita e alla competitività delle imprese, in particolare quelle innovative. Manca, infatti, qualsiasi tentativo di semplificare e rendere più flessibile la disciplina delle società di capitali finalizzato a favorire l'accesso delle *start-up* al *venture capital* e, dunque, la creazione di potenziali matricole di borsa;

le misure presentate come semplificazioni appaiono in diversi casi come pseudo-semplificazioni: la soppressione di opzioni già esistenti, l'irrigidimento di talune soglie in materia di OPA e l'ampliamento di margini di discrezionalità regolatoria rischiano di accrescere l'incertezza normativa, anziché ridurla, senza incidere sulle reali cause che rendono poco attrattiva la quotazione sul mercato italiano;

il nuovo regime opzionale introdotto in tema di società di futura quotazione (SFUQ) e piccole e medie imprese (PMI), presenta profili d'incostituzionalità, mentre l'indebolimento della normativa vigente a tutela degli investitori emerge in vari passaggi del provvedimento, in particolare in materia di OPA obbligatoria, rispetto alla quale è legittimo paventare l'ampliamento degli spazi di elusione. Non meno censurabile è il forte deterioramento delle tutele degli investitori che emerge dalle soluzioni prospettate dallo schema di decreto in tema di operazioni di *delisting* e altre operazioni straordinarie, di assemblee e rappresentanza degli azionisti, di operazioni con parti correlate e maggiorazione del voto;

a seguito delle audizioni svolte per approfondire i contenuti dello schema di decreto legislativo sono emersi numerosi suggerimenti volti ad un ripensamento complessivo di parti consistenti del provvedimento, allo scopo di salvaguardare il buon funzionamento del nostro mercato dei capitali, di garantire la tutela degli investitori e favorire la coerenza complessiva del sistema;

le stesse preoccupazioni sono emerse anche a livello internazionale. L'*International Corporate Governance Network* (ICGN) – organismo internazionale che rappresenta investitori istituzionali con un patrimonio in gestione di oltre 90.000 miliardi di dollari USA e membri in più di 40 paesi – ha recentemente inviato una lettera formale ai Presidenti delle Commissioni parlamentari competenti e al MEF, nella quale sono evidenziate le forti preoccupazioni su diversi aspetti chiave del testo in esame che rischiano di indebolire le tutele degli azionisti di minoranza e minare la fiducia degli investitori istituzionali a lungo termine nel mercato italiano;

nel complesso, le modifiche peggiorative delle regole a tutela degli investitori prefigurano effetti negativi sia sulle prospettive di espansione delle quotazioni di mercato sia sull'allocazione degli investimenti in Italia, con ciò compromettendo gli obiettivi stessi della delega e incidendo negativamente sulla credibilità del sistema dei mercati finanziari;

considerato che:

l'articolo 5, recante disposizioni di modifica al Titolo II della Parte IV del TUF, contiene diverse disposizioni non condivisibili, che necessitano di essere profondamente riviste, anche per evitare di influire sull'andamento e sugli esiti di indagini giudiziarie in corso riguardanti talune recenti vicende che hanno interessato l'assetto del nostro sistema bancario e assicurativo;

il TUF raccoglie un insieme di disposizioni che hanno lo scopo di tutelare gli investitori, la stabilità del sistema finanziario, il buon funzionamento del mercato, la promozione della competitività del si-

stema finanziario e l'efficienza dei mercati. A tal fine, il TUF detta una serie di disposizioni che regolano i comportamenti degli intermediari finanziari, definendo i loro obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nei confronti dei clienti e del mercato, la vigilanza su tali comportamenti e le sanzioni in caso di violazione di tali obblighi e in caso di condotte illecite;

il TUF insieme al Testo unico bancario disciplina, quindi, in modo dettagliato la materia delle acquisizioni bancarie, stabilendo un insieme di regole per chiunque intenda acquisire, direttamente o indirettamente, una partecipazione qualificata in una banca o in caso di offerta pubblica di acquisto, con l'obiettivo di garantire la stabilità del sistema bancario, la trasparenza del mercato e la tutela degli investitori. La normativa europea disciplina, altresì, tra le altre, le regole di vigilanza per il settore e le notifiche in caso di acquisizioni di partecipazioni qualificate;

la recente scalata che ha coinvolto Mediobanca ha sollevato, fin dal primo momento, molteplici dubbi di trasparenza, imparzialità e rispetto delle regole di mercato da parte dei soggetti coinvolti. Secondo quanto emerso dalle indagini preliminari della Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano, la suddetta operazione sarebbe stata condotta in palese violazione della normativa vigente, con condotte illecite da parte dei soggetti indagati tali da integrare il reato di aggiotaggio previsto dall'articolo 185 del TUF, la violazione dell'obbligo di OPA totalitaria di cui all'articolo 106 del TUF, la falsa dichiarazione dell'offerente di non operare di concerto con altri soggetti e, non ultimo, l'ostacolo alle funzioni di vigilanza di cui all'art. 2638 del codice civile;

proprio mentre le citate indagini giudiziarie si concentrano sulla possibile esistenza di accordi o coordinamenti non dichiarati tra i soggetti coinvolti nella suddetta scalata, diverse misure introdotte nel provvedimento in esame, tra cui le modifiche agli articoli 101-*bis* e 106 del TUF, appaiono costruite per indebolire i presidi vigenti posti a contrasto delle azioni di concerto e per ridurre presunzioni e presidi fondamentali per l'accertamento di operazioni coordinate. Tali modifiche compromettono, in modo non condivisibile, la capacità delle autorità di vigilanza e della giustizia di ricostruire accordi occulti, con effetti a cascata sulla tutela degli investitori e, seppure indirettamente, anche sulla corretta valutazione delle richiamate vicende;

in primo luogo emergono forti perplessità in relazione alle modifiche relative all'articolo 101-*bis* del TUF, nella parte in cui si esclude dalle ipotesi di « concerto » quella tra soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto volto a mantenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o scambio. Le presunzioni assolute previste dall'articolo 101-*bis*, comma 4-*bis*, del TUF hanno nel tempo aiutato a evitare elusioni della disciplina. Le modifica introdotta muove in direzione opposta, rendendo ancora più raro l'*enforcement* della disciplina dell'OPA obbligatoria, a scapito anche della reputazione internazionale del mercato azionario italiano;

con la modifica recata al comma 2 dell'articolo 101-*bis* del TUF si introduce un ulteriore indebolimento della normativa vigente in materia. Si esclude, per tale via, la possibilità per la Consob di svolgere indagini volte ad appurare la presenza di un « concerto » in violazione della norma sull'OPA obbligatoria, qualora le parti si limitassero a sostenere che il patto serviva a « mantenere » il controllo in capo a colui che già controllava la società;

il secondo pacchetto di interventi riguarda l'articolo 106 del TUF. Il vigente comma 1-*bis* prevede che nelle società diverse dalle PMI l'offerta pubblica di acquisto è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 25 per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata. Con la soppressione del comma 1-*bis* si dettano nuove regole per le offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli, introducendo

una soglia unica del 30 per cento di possesso azionario quale presupposto dell'obbligo di OPA obbligatoria totalitaria – in luogo di quelle differenziate previste dai commi 1-*bis* e 1-*ter*, ora abrogate – e la diminuzione da dodici a sei mesi prima dell'offerta, del periodo di riferimento per la determinazione del prezzo;

la soppressione dell'articolo 106, comma 1-*ter*, del TUF, che consente alle PMI di fissare una soglia per l'OPA obbligatoria tra il 25 e il 40 per cento è una semplificazione solo in senso formale, che comporta invece, sul piano sostanziale, un irrigidimento della disciplina. In tal caso, non si vede come tale scelta sia compatibile con i criteri della legge delega;

il terzo pacchetto di modifiche va ad incidere sugli obblighi di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio e di comunicazione alla Consob in caso di concerto. La normativa vigente prevede che per ciascuna categoria di titoli, l'offerta pubblica di acquisto è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione dovuta alla Consob, per acquisti di titoli della medesima categoria. Il predetto termine dei dodici mesi viene ora ridotto a sei mesi;

la suddetta riduzione del periodo di riferimento rischia, altresì, di incrementare *delisting* a prezzi bassi, incidendo sui possessori di partecipazioni di minoranza e con potenziale effetto dissuasivo della propensione all'investimento in particolare da parte dei soggetti appartenenti al segmento *retail*, in modo incoerente rispetto al dettato del comma 2 dell'articolo 47 della Costituzione;

il quarto pacchetto di interventi prevede che l'obbligo di offerta pubblica di acquisto consegue ad acquisti ovvero a maggiorazione dei diritti di voto superiori al 10 per cento del numero complessivo dei diritti di voto da parte di coloro che già detengono la partecipazione del 30 per cento, senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria;

il combinato disposto di queste innovazioni e di altre misure introdotte nel provvedimento in esame rischiano di interferire con l'azione penale esercitata dalla Procura di Milano sulla suddetta vicenda e di favorire ulteriori iniziative per il consolidamento del controllo di importanti *asset*;

in relazione all'introduzione nel TUF dell'articolo 112-*bis*, in tema di acquisto totalitario su autorizzazione dei soci, la Consob ha evidenziato che il meccanismo predisposto è eccessivamente sbilanciato a favore dell'acquirente, potenzialmente espropriativo per gli azionisti, e privo di un vaglio preliminare;

rilevato che:

anche l'articolo 6, recante disposizioni di modifica al Titolo II della Parte IV del TUF, presenta numerose criticità che rischiano di stravolgere alcuni principi cardine del diritto societario, di cambiare il bilanciamento dei poteri e il ruolo delle assemblee societarie nonché di compromettere il buon funzionamento del nostro mercato dei capitali, e la tutela degli investitori e degli azionisti di minoranza;

uno dei principi cardine del diritto societario è rappresentato dal bilanciamento dei poteri in virtù del quale gli amministratori operano sempre in esecuzione di un mandato conferito dai soci, i quali dovrebbero rimanere i titolari ultimi delle scelte fondamentali sull'indirizzo e sul governo della società;

le modifiche introdotte agli articoli 125-*bis* e 125-*bis*.1 del TUF non possono essere ritenute in linea con il richiamato principio generale del diritto societario;

nella parte dell'articolato che si occupa delle modalità di convocazione e svolgimento dell'assemblea societaria (articoli 125-*bis* e nuovo articolo 125-*bis*.1 del TUF), nonché di esercizio dei diritti dei soci nella formulazione di interrogazioni all'ordine del giorno, di proposte di deliberazione, di interventi e domande (articoli 126-*bis*, 127-*ter* e 135-*undecies* del TUF), le prerogative, fino ad oggi tipicamente cristallizzate a livello statutario e rimesse all'esclusiva com-

petenza dell'assemblea societaria, sono spostate alla competenza del Consiglio di amministrazione, sotto la vigilanza degli amministratori indipendenti o del Consiglio di sorveglianza, che vedono accrescere in modo significativo il loro ruolo e l'attribuzione di poteri tradizionalmente finora riservati in via esclusiva alle deliberazioni dell'assemblea dei soci;

l'articolo 125-*bis*.1, a seguito delle innovazioni introdotte, consente ora di tenere le assemblee societarie senza la partecipazione dei soci se così viene deliberato dal consiglio d'amministrazione. Tale previsione supera quella prevista dalla « Legge capitali », che rimetteva tale possibilità allo statuto societario, contrasta profondamente con la sensibilità di vari investitori istituzionali e comprime eccessivamente i diritti dei soci, in particolare quelli di minoranza;

l'articolo in esame, come avvenuto con la vigente disciplina della legge capitali, su cui pende una procedura d'infrazione, non risulta in alcun modo compatibile con la direttiva europea in materia di diritti degli azionisti sia nella parte relativa allo svolgimento delle assemblee in via esclusivamente telematica sia nella parte in cui prevede l'obbligo di dare la delega a un rappresentante designato e non a un soggetto di propria scelta;

il comma 3 del nuovo articolo 125-*bis*.1, nella parte che prevede che l'assemblea abbia luogo esclusivamente mediante mezzi telematici, ovvero per il tramite del rappresentante designato o tramite voto per corrispondenza/elettronico, irrigidisce il modello organizzativo delle società, escludendo o limitando in modo strutturale la partecipazione diretta degli azionisti e rendendo più difficoltoso un eventuale ritorno a formule di assemblea « in presenza »;

l'esercizio della facoltà di optare per assemblee esclusivamente telematiche, per assemblee a « porte chiuse » tramite rappresentante designato o per voto per corrispondenza/elettronico è subordinato soltanto all'adozione di un regolamento interno che deve assicurare adeguate tutele per l'esercizio dei diritti degli azionisti ovvero ad una forma di autodisciplina che può nella pratica trasformarsi in un mero esercizio di stile regolamentare. Inoltre, la possibilità riconosciuta ai soci di chiedere, nonostante la decisione dell'organo amministrativo di svolgere l'assemblea attraverso il ricorso a mezzi telematici o al rappresentante designato, che la stessa si tenga in « presenza » al fine di consentire un più efficace confronto tra i soci, è condizionata al possesso di almeno un ventesimo del capitale da parte dei soci richiedenti. Tale previsione appare del tutto inadeguata alla tutela dei soci, soprattutto in una situazione di divergenze tra i soci e/o tra i soci e gli amministratori;

appare, altresì, inopportuno introdurre nello statuto delle società cooperative l'istituto del rappresentante designato; tale istituto è infatti incompatibile con i principi fondanti dell'ordinamento cooperativo, basato sulla partecipazione personale dei soci, sul metodo collegiale e sul voto capitario. Nella cooperativa l'assemblea non è un mero luogo di ratifica ma lo spazio essenziale di confronto democratico e di attuazione dello scopo mutualistico in cui si formano le decisioni su materie che incidono direttamente sui diritti e sui rapporti mutualistici dei soci. La possibilità di sostituire ordinariamente la partecipazione assembleare con una votazione mediata e priva di discussione rischia di snaturare la democrazia cooperativa, riducendola a una logica referendaria o plebiscitaria e risulta peraltro priva di uno specifico fondamento nella legge di delega, con conseguente profilo di criticità sotto il profilo del rispetto dei limiti della delega legislativa;

il comma 4 del nuovo articolo 125-*bis*.1, riguardante le modalità di svolgimento dell'assemblea, introduce una soglia individuale di possesso azionario cui subordinare la partecipazione alla discussione in assemblea con un forte effetto selettivo nei confronti dei titolari del capitale sociale. Anche questo comma è di dubbia compatibilità con la direttiva sui diritti degli azionisti, oltre a comprimere ingiustificatamente tali diritti;

il diritto di « voce » degli azionisti subisce, con le innovazioni introdotte, una

forte limitazione. Come confermato dalla prevalente dottrina, va valutata negativamente la tendenza ad adottare modelli di partecipazione che escludono una qualsivoglia interazione diretta dei soci, in quanto il rischio è quello di una drammatica compressione dei diritti informativi e partecipativi, con una assemblea dei soci ridotta a una mera conta dei voti snaturando la funzione naturale di luogo di confronto tra azionisti, amministratori, organi di controllo e altri;

le suddette previsioni, nel loro complesso, finiscono per svuotare le tradizionali prerogative dell'assemblea riducendo pericolosamente ogni funzione di bilanciamento rispetto al potere gestorio dell'organo amministrativo;

tenuto conto che:

la parte più problematica del provvedimento in esame riguarda l'introduzione nel TUF della Sezione V.1 – Emittenti di nuova quotazione, che per alcune scelte di dettaglio presenta evidenti criticità applicative e in alcuni specifici passaggi rischi di incostituzionalità;

in particolare, la previsione del regime opzionale (*opt-out*) destinato alle Società di Futura Quotazione (SFUQ) e alle piccole e medie imprese (PMI), introduce un regime di flessibilità eccessiva che rischia di indebolire i presidi fondamentali di *corporate governance*;

le SFUQ e le PMI, pari a circa i tre quarti delle società con azioni quotate e meno del dieci per cento della capitalizzazione totale di borsa, possono ora scegliere, mediante modifica dello statuto, di non essere assoggettate ad alcune delle regole altrimenti applicabili alle Società quotate. L'*opt-out* è concesso alle suddette società in relazione alle regole in materia di lista del consiglio, di voto di lista, di quorum assembleare dei due terzi per le assemblee straordinarie (invece del quale si può prevedere la maggioranza dei presenti), di recesso e di operazioni con parti correlate;

se la scelta di prevedere una disciplina più flessibile per le SFUQ e le PMI è giustificabile quando le scelte di *opt-out* sono fatte prima della loro quotazione, la possibilità di derogare alle suddette regole non appare giustificabile successivamente alla quotazione, prestandosi tale scelta a serie censure di incostituzionalità. La scelta del legislatore delegato di consentire alle SFUQ di applicare, attraverso l'esercizio dell'opzione, regole diverse da quelle applicabili alle società già quotate, comporta una disparità di trattamento tra società di nuova quotazione e società già quotate e rappresenta pertanto un passaggio meritevole di una profonda riscrittura;

diversi soggetti auditi hanno richiamato l'attenzione sulle suddette deroghe, molto ampie, che estendono eccessivamente l'autonomia statutaria e rischiano di rafforzare troppo l'azionista di controllo, senza contrappesi adeguati a tutela degli azionisti di minoranza. Tale regime riduce drasticamente i diritti di *voice* (sistemi di nomina, quorum assembleari) e i diritti di *exit* (diritto di recesso); in termini generali la maggiore autonomia statutaria concessa alle società per azioni al fine di ampliare le opzioni a disposizione dei soci per regolare i rapporti societari, induce gli investitori e, in particolar modo, quelli istituzionali a valutare con riferimento ai singoli emittenti le caratteristiche delle clausole statutarie, senza poter fare particolarmente affidamento sul fatto che si tratti di una società quotata italiana e, come tale, sostanzialmente aderente a uno modello standard; ciò comporta un aumento dei cosiddetti « costi di informazione » e dunque un disincentivo all'investimento in società quotate italiane;

con particolare riferimento alle piccole e medie imprese la nuova disciplina introduce una ingiustificabile disparità di trattamento, che con molta probabilità potrebbe essere oggetto di censura di incostituzionalità, in quanto la società quotata che si qualifichi come piccola e media impresa potrà, nei due anni successivi all'entrata in vigore del decreto legislativo, beneficiare del regime opzionale cosiddetto *opt-out*, cosa non consentita a una società quotata che si qualifichi come piccola e media impresa a partire dal terzo anno

successivo all'entrata in vigore dello schema di decreto legislativo;

desta serie perplessità il fatto che successivamente ai due anni la società per azioni che potrà continuare ad applicare il regime opzionale cosiddetto *opt-out* potrà farlo in deroga alla regola dell'approvazione da parte della maggioranza della minoranza, in quanto si richiede ai soci di minoranza di rinunciare a una delle tutele previste imperativamente e di accertare che per il futuro, sulle altre opzioni, si decida con i normali quorum dell'assemblea straordinaria raggiungibili, soprattutto nelle piccole e medie imprese, dal solo azionista di controllo;

in termini generali il meccanismo dell'approvazione da parte della maggioranza della minoranza quale strumento di tutela delle minoranze può non considerarsi idoneo allo scopo rendendosi necessario l'introduzione di un sistema di rafforzato di approvazione da parte della maggioranza della minoranza;

un altro profilo critico riguarda l'articolo 154.3, in tema di composizione degli organi sociali, che attribuisce agli statuti delle società emittenti di nuova quotazione la possibilità di disciplinare le modalità di elezione del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale e consiglio di sorveglianza in deroga al sistema cosiddetto « voto di lista » previsto dagli articoli 147-*ter* e 147-*ter*.1 del TUF;

l'applicazione del sistema vigente ha finora consentito agli investitori istituzionali, attraverso il riconoscimento di almeno un componente del consiglio di amministrazione alla lista di minoranza, di assicurarsi la nomina di candidati di propria espressione, favorendo per questa via la loro partecipazione al capitale sociale di molte società per azioni e incentivando l'investimento di consistenti risorse finanziarie al capitale di rischio;

la possibilità introdotta dallo schema di decreto legislativo di derogare al sistema del « voto di lista », consentendo alle società di nuova quotazione di prevedere nei rispettivi statuti meccanismi alternativi di designazione degli organi sociali, non appare condivisibile in ragione del fatto che gli spazi di democrazia interna vengono fortemente compressi conferendo alla maggioranza un potere totalizzante di nomina del consiglio di amministrazione;

tali disposizioni hanno sollevato perplessità anche nel contesto internazionale. L'ICGN (*International Corporate Governance Network*) ha fermamente contestato le nuove norme che prevedono la possibilità di derogare al meccanismo del « voto di lista » (*slate voting*) e alla riserva di posti nei consigli di amministrazione e nei collegi sindacali per le minoranze. L'organismo, a riguardo, sottolinea come il sistema italiano delle liste sia sempre stato apprezzato dagli investitori internazionali proprio perché finalizzato a garantire una rappresentanza delle minoranze, essenziale in un mercato come quello italiano caratterizzato da un numero insolitamente elevato di società con assetti proprietari concentrati. La rimozione di tale presidio esporrebbe gli investitori a maggiori rischi di *governance* specifici e, più in generale, ad un indebolimento del quadro regolatorio del nostro Paese;

quanto all'articolo 154.5, in tema di operazioni con parti correlate (OPC), la possibilità di escludere o rimodulare la disciplina OPC è criticata da più parti;

una delle disposizioni più criptiche dello schema in esame riguarda l'innovazione introdotta nell'art. 2391-*bis*, c.c., ai sensi della quale, nel disciplinare le operazioni con parti correlate, in aggiunta agli altri casi di esenzione, la Consob prevede in ogni caso che le procedure della società possano escludere dall'applicazione delle regole individuate dalla stessa Consob, in base alle soglie di rilevanza, a condizione che per queste operazioni, realizzate nel corso dell'esercizio, siano indicati nella nota integrativa del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato, se redatto, almeno il numero di operazioni realizzate e l'importo complessivo e medio delle stesse per tipologia di operazione con riferimento a ciascuna delle parti correlate con cui le operazioni sono state realizzate;

la stessa Consob evidenzia che la norma riduce i presidi di correttezza procedurale e sostanziale, specialmente in presenza di operazioni in conflitto di interessi. Inoltre, la previsione di soglie differenziate di rilevanza per le SFUQ può essere in contrasto con la direttiva UE sui diritti degli azionisti, che non consente di differenziare le soglie in base alla qualifica di « neoquotata »;

rilevato che:

l'articolo 16 dello schema di decreto legislativo stabilisce che le società di futura quotazione e le piccole e medie imprese possono scegliere, mediante modifica dello statuto, di non essere assoggettate ad alcune delle regole altrimenti applicabili alle società per azioni quotate con particolare riferimento, alle regole in materia di « lista di consiglio », « voto di lista », « quorum assembleare di due terzi per le assemblee straordinarie », « recesso » e « operazioni con parti correlate »;

l'articolo richiamato dello schema di decreto legislativo prevede che le società di futura quotazione che decida di avvalersi, prima della quotazione, anche di una sola delle tante possibili opzioni, potrà per tutta la vita della società, effettuare ulteriori opzioni e non essere assoggettate alle regole applicabili alle società quotate;

similmente, le piccole e medie imprese che nei due anni di tempo dall'entrata in vigore dei decreti attuativi decidono di derogare, rispetto alla normativa applicabile alle società quotate, potranno effettuare ulteriori opzioni mediante modifica dello statuto per il resto della loro vita;

tale sistema di deroghe consente di eludere regole che costituiscono la cornice minima di tutela delle società quotate – quorum rafforzati, disciplina delle operazioni con parti correlate, diritti delle minoranze, meccanismi di tutela nelle operazioni straordinarie – senza introdurre contrappesi strutturali adeguati;

il meccanismo dell'approvazione da parte della maggioranza della minoranza è previsto in forma debole, temporanea e facilmente eludibile, consentendo nei fatti un ulteriore rafforzamento delle posizioni di controllo a discapito dei piccoli investitori;

la maggiore autonomia statutaria concessa alle SFUQ e alle PMI accresce i costi informativi per gli investitori, riduce l'affidamento su uno standard regolatorio comune e rischia di scoraggiare l'investimento di capitale qualificato, anziché attrarlo;

osservato, in fine, che:

la disciplina della lista del consiglio contenuta nella legge capitali ha ricevuto un numero elevato di critiche, anche a livello internazionale, e appare alquanto inopportuno che il legislatore delegato non abbia proceduto a correggere tale disciplina, bensì ad operare affinché questa rimanga sostanzialmente inalterata;

il provvedimento accresce i margini di discrezionalità dell'Esecutivo prevedendo la possibilità di adottare decreti integrativi e correttivi nei due anni successivi senza acquisire nuovi pareri parlamentari, indebolendo il ruolo di indirizzo e controllo del Parlamento proprio in un settore che incide direttamente sulla tutela del risparmio, principio costituzionalmente garantito dall'articolo 47 della Costituzione;

appare necessario ed urgente avviare un percorso di riforma organica che conduca alla redazione di un nuovo Testo unico dei mercati finanziari o di un vero e proprio « Codice dei mercati finanziari » che non si limiti a collettare e coordinare la disciplina esistente, come fatto dal testo in esame, ma che innovi realmente il sistema, rafforzando la credibilità del mercato, bilanciare efficacemente tutela degli investitori e semplificazione per le imprese e creare le condizioni per un aumento sostenibile delle quotazioni,

esprimono

PARERE CONTRARIO.

ALLEGATO 3

Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento. Atto n. 331.

PROPOSTA ALTERNATIVA DI PARERE DEL GRUPPO MOVIMENTO 5 STELLE

Le Commissioni II Giustizia e VI Finanze,

esaminato lo schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento (Atto n. 331);

premesso che lo schema di decreto legislativo in esame è adottato in attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, come modificata dalla legge 11 marzo 2025, n. 28;

considerato che:

l'impostazione complessiva del provvedimento persegue prevalentemente obiettivi di semplificazione formale e flessibilizzazione regolatoria;

non si prevede un adeguato bilanciamento con la tutela del risparmio, la protezione delle minoranze e la credibilità del mercato, elementi che costituiscono condizioni necessarie e non accessorie per l'attrazione di capitali e per il rilancio del mercato finanziario in funzione dell'economia reale;

la crescita dei moderni mercati dei capitali non avviene riducendo le garanzie, ma rafforzando la fiducia degli investitori, la trasparenza degli assetti proprietari e la qualità della *governance*, in coerenza con l'articolo 47 della Costituzione;

valutato altresì che:

a) il *delisting* ha pesato circa 80 miliardi di euro, a fronte di 14 miliardi di euro portati dalle nuove quotazioni; il saldo netto è risultato negativo per circa 67 miliardi di euro;

b) il provvedimento in esame, così come configurato, non è certamente in grado di cambiare questo quadro, andando invece a consolidare un'autarchia finanziaria al cui interno chi controlla ha poteri assoluti sulle minoranze, facendo ulteriormente fuggire i risparmiatori, desiderosi di tutele dei loro diritti e di trasparenza;

c) con riferimento al ricorso al rappresentante designato dalla società, al fine di evitare di comprimere ancora i già limitati spazi democratici di confronto economico tra piccoli azionisti e società, all'articolo 6, lettera *i)*, è necessario riconoscere a una minoranza di soci, ancorché qualificata, il diritto di chiedere che la riunione assembleare si svolga secondo lo schema tradizionale (adunanza in luogo fisico), onde salvaguardare la sua funzione di sede naturale del dibattito e di composizione degli interessi dei soci;

d) all'articolo 5, in materia di appello al pubblico risparmio occorre:

1) garantire la tutela delle minoranze nei casi di OPA totalitarie seguite da operazioni straordinarie finalizzate all'uscita dal mercato attraverso un controllo preventivo da parte della Consob o dell'IVASS;

2) prevedere l'approvazione del documento d'offerta da parte di Consob solo

dopo l'ottenimento delle autorizzazioni antitrust e *golden power*;

3) rafforzare la disciplina « put up or shut up », imponendo obbligo per i potenziali offerenti di dichiarare tempestivamente (entro 28 giorni) se intendono lanciare un'OPA, con conseguenze specifiche in caso di inadempimento (divieto di acquisto per 6 mesi);

4) rivedere, quale misura complementare rispetto alla disciplina dell'OPA, le modalità di determinazione del prezzo di recesso introducendo ulteriori criteri o criteri alternativi rispetto alla media dei prezzi di mercato, al fine di evitare sottovalutazioni opportunistiche;

e) all'articolo 6, lettera *g)*, con riferimento alla politica in materia di remunerazione e compensi degli organi di amministrazione, dei direttori generali, dei dirigenti con responsabilità strategiche e dei componenti dell'organo di controllo, va previsto che la remunerazione in misura fissa riconosciuta ai *top manager*, con qualunque forma e denominazione, non possa superare il limite di venticinque volte la retribuzione media dei dipendenti della società di appartenenza e che sia introdotta una relazione sulle remunerazioni, sui compensi agli amministratori sui piani di *stock options* e sui salari medi per categoria di personale dipendente;

f) per garantire una maggiore tutela del piccolo risparmio e rispettare il principio di proporzionalità tra capitale investito e potere decisionale, all'articolo 6, lettera *oo)*, occorre specificare che nel caso di decisioni della maggioranza riguardanti il posizionamento della società sul mercato (*delisting, down-listing,* fusioni, acquisto totalitario), non possa farsi ricorso al voto multiplo o maggiorato;

g) all'articolo 16, comma 2, con riferimento al meccanismo del cosiddetto *white-wash*, al fine di evitare di esporre l'esito della delibera a un potere di veto in capo ad azionisti di minoranza scarsamente rappresentativi, è necessario attribuire alle società la possibilità di prevedere nello statuto che l'approvazione delle minoranze azionarie sia necessaria soltanto qualora i soci di minoranza presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento;

h) occorre prevedere un termine congruo (di almeno 9 mesi) al fine di consentire l'adeguamento degli statuti delle società alla nuova normativa, in particolare per quanto riguarda le nuove regole sui sistemi di amministrazione e controllo;

i) al fine di preservare gli interessi dei soci e non scoraggiare gli investimenti, va introdotto un diritto di recesso in caso di *downlisting* (passaggio dal mercato regolamentato a uno di crescita), quale presidio minimo di equità e certezza per gli investitori;

l) all'articolo 9, lettera *u)*, in materia di divieto di concorrenza e di utilizzazione delle informazioni dei direttori generali, occorre precisare che la possibilità di derogare a tale divieto viene autorizzata dall'organo amministrativo, nel rispetto di criteri stringenti di trasparenza e tutela dell'interesse pubblico;

m) al fine di garantire maggiore trasparenza ed efficacia delle attività di *governance* e prevenire possibili conflitti di interesse è necessario:

1) prevedere limitazioni al numero degli incarichi amministrativi (nei consigli di amministrazione, di gestione e di sorveglianza) e di controllo (legale e contabile) all'interno delle società interessate dal provvedimento;

2) rafforzare il divieto di amministratori anche non esecutivi a partecipare a Cda o collegi di società concorrenti o settori collegati o affini;

preso atto dei documenti acquisiti nel corso delle audizioni,

esprimono

PARERE CONTRARIO.