

**COMMISSIONI RIUNITE**  
**GIUSTIZIA (II)**  
**FINANZE (VI)**  
**DELLA CAMERA DEI DEPUTATI**  
**GIUSTIZIA (2<sup>a</sup>)**  
**FINANZE E TESORO (6<sup>a</sup>)**  
**DEL SENATO DELLA REPUBBLICA**

# **RESOCONTO STENOGRAFICO**

## **AUDIZIONE**

1.

## **SEDUTA DI MERCOLEDÌ 19 NOVEMBRE 2025**

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE DELLA VI COMMISSIONE DELLA CAMERA DEI  
DEPUTATI **MARCO OSNATO**

### **INDICE**

	PAG.		PAG.
<b>Sulla pubblicità dei lavori:</b>		<b>delega di cui all'articolo 19 della legge 5</b>	
Osnato Marco, <i>Presidente</i> .....	3	<b>marzo 2024, n. 21, per la riforma organica</b>	
		<b>delle disposizioni in materia di mercati dei</b>	
<b>Audizione del Sottosegretario di Stato per</b>		<b>capitali recate dal testo unico di cui al</b>	
<b>l'economia e le finanze, Federico Freni,</b>		<b>decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58,</b>	
<b>nell'ambito dell'esame dello schema di de-</b>		<b>e delle disposizioni in materia di società di</b>	
<b>creto legislativo recante attuazione della</b>		<b>capitali contenute nel codice civile, nonché</b>	
		<b>per la modifica di ulteriori disposizioni</b>	

**N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: Fratelli d'Italia: FdI; Partito Democratico - Italia Democratica e Progressista: PD-IDP; Lega - Salvini Premier: Lega; Forza Italia - Berlusconi Presidente - PPE: FI-PPE; MoVimento 5 Stelle: M5S; Alleanza Verdi e Sinistra: AVS; Azione - Popolari europei riformatori - Renew Europe: AZ-PER-RE; Noi Moderati (Noi con l'Italia, Coraggio Italia, UDC e Italia al Centro) - MAIE - Centro Popolare: NM(N-C-U-I)M-CP; Italia Viva - il Centro - Renew Europe: IV-C-RE; Misto: Misto; Misto-Minoranze Linguistiche: Misto-Min.Ling.; Misto+Europa: Misto+E.**

	PAG.		PAG.
<b>vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento (Atto n. 331) (ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del Regolamento):</b>		Dondi Daniela (FDI) .....	10
Osnato Marco, <i>Presidente</i> .....	3, 7, 11, 13	Freni Federico, <i>Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze</i> .....	3, 11
Croatti Marco (M5S) .....	10	Orsomarso Fausto (FDI) .....	9
De Bertoldi Andrea (LEGA) .....	7	Tabacci Bruno (PD-IDP) .....	8

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE  
DELLA VI COMMISSIONE DELLA CA-  
MERA DEI DEPUTATI MARCO OSNATO

**La seduta comincia alle 14.55.**

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche mediante la resocontazione stenografica e attraverso la trasmissione diretta sulla *web-tv* della Camera dei deputati.

**Audizione del Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze, Federico Freni, nell'ambito dell'esame dello 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).**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del Regolamento, l'audizione del Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze, Federico Freni, nell'ambito dell'esame dello 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).

L'audizione ha luogo dinanzi alle Commissioni riunite Giustizia e Finanze di Camera e Senato. Saluto il Presidente Garavaglia, qui presente. La Presidente Bongiorno e il Presidente Maschio mi hanno chiesto di portare il loro saluto e ringraziamento agli ospiti presenti.

Ricordo che, alla luce di quanto stabilito dalla Giunta per il Regolamento della Camera, i deputati possono partecipare all'odierna seduta in videoconferenza.

Ringrazio il Sottosegretario per la disponibilità a intervenire in audizione e cedo a lui la parola, invitando i senatori e i deputati che intendono rivolgere quesiti a iscriversi sin d'ora al banco della Presidenza.

Prego, onorevole Freni.

FEDERICO FRENI, *Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Grazie, presidente. Ringrazio tutti voi per la possibilità che offrite a me e, ovviamente, al Governo di spiegare le linee guida di una riforma che crediamo abbia valore sistemico e che potrà, sia per le ragioni che l'hanno originata, sia per le modalità con cui è stata configurata, dare strutturali benefici al sistema finanziario del nostro Paese.

L'obiettivo da cui si è partiti – ricorderete tutti che fu nella legge sul mercato dei capitali che si inserì la delega che oggi trova attuazione, perlomeno per la prima parte – è stato, è e resterà quello di salvaguardare il risparmio privato, promuovendone un impiego più efficace di quello che c'è stato sino ad oggi. Che il risparmio privato in Italia esista in quota molto abbondante è

un dato di fatto; che sia impiegato in minima parte è un dato di fatto; che sia impiegato in modo poco efficace, e quindi poco, nello sviluppo del sistema Paese è altrettanto un dato di fatto.

All'esito di un lungo percorso, che ha visto coinvolti gli *stakeholder* di questo settore, ci siamo resi conto che le condizioni per un funzionamento efficace, dinamico, flessibile, del mercato finanziario erano proprio quelle che mancavano per sviluppare una migliore e più adeguata tutela del risparmio. Lo sviluppo di un mercato di capitali efficiente si ha con regole flessibili. Non esistono regole - lo abbiamo detto tante volte - buone per tutte le stagioni. Esistono regole buone per la stagione che si vive. Un mercato di capitali che cambia, come è cambiato negli ultimi anni, come cambia in tutto il mondo, è un mercato di capitali che chiede regole adatte al cambiamento, che garantiscano una strutturale tutela del risparmiatore, anzitutto, e che garantiscano il miglior appostamento dei capitali.

Presidente, chiedo scusa, non ho fatto la seguente premessa: io ho immaginato di riservare alle eventuali domande che dovessero esserci da parte della Commissione tutto lo spazio necessario. Quindi, cercherò di contenere la mia esposizione per lasciare più spazio alle domande, ma resto a disposizione, ovviamente, per qualsiasi ulteriore specificazione.

Parliamo di metodo e merito. Per quanto riguarda il metodo, si è scelto volutamente di non includere nella Commissione che ha proceduto alla redazione della bozza, che è stata trasmessa prima in Consiglio dei Ministri e oggi in Parlamento, alcun ente esponenziale, nessuna associazione. Si è ritenuto che il luogo del confronto dovesse essere il Parlamento e si è ritenuto, quindi, che tutte le istanze - legittime, ovviamente - di associazioni e, in linea generale, dei soggetti del mercato potessero trovare il miglior ingresso con il filtro del Parlamento e nell'ambito del percorso parlamentare. Ed è proprio per questo che, anche in considerazione dello strutturale rilievo dell'attività istruttoria che queste Commissioni stanno svolgendo, ribadisco la dispo-

nibilità piena e incondizionata del Governo ad estendere il termine per l'espressione del parere parlamentare anche ben oltre i trenta giorni previsti. Questo proprio perché riteniamo necessario che vi sia tutto il tempo che il Parlamento riterrà utile per audire, ragionare e immaginare tutte quelle che possono essere le più giuste e più sagge modifiche da apportare, eventualmente, al decreto legislativo.

Il processo che ha portato alla stesura di questo primo decreto legislativo sta marciando in parallelo con la stesura di un secondo decreto legislativo - che contiamo di trasmettere al Parlamento entro la fine dell'anno - che riguarderà i reati e le sanzioni, che rappresenta la seconda parte di questo nostro tema. Io lo do per scontato e ho piacere di dirlo prima di tutte le altre audizioni: di unanimità si muore. Il processo non è stato necessariamente sempre unanime. Nell'ambito della Commissione redigente erano coinvolti professori universitari, erano coinvolte le autorità di vigilanza, Consob e Banca d'Italia, esperti nominati dal Ministero dell'economia: non sempre si era tutti d'accordo.

Il testo che vedete è stato assunto complessivamente all'unanimità, ma non escludo - anzi, lo do per certo - che ci siano stati passaggi del testo che non hanno visto l'unanimità dei partecipanti alla Commissione. La scelta del Governo è stata quella di procedere, nonostante talvolta non vi fosse l'unanimità ma soltanto un'amplicissima maggioranza, rimettendo al Parlamento, ovviamente, la valutazione di tutti i temi che il Parlamento stesso vorrà considerare, nell'assunto che le riforme - importanti e attese dal Paese in settori così sensibili - non necessariamente devono trovare sempre l'unanimità degli attori del sistema, che legittimamente tutelano, ciascuno, posizioni differenziate. Devo dire però, facendo una ricostruzione di sintesi, che un buon 98 per cento di questo testo nasce con posizioni di assoluta unanimità da parte di tutti i settori coinvolti, delle autorità coinvolte all'interno del processo che ha portato alla stesura dei decreti legislativi. Questo per quanto riguarda il metodo.

Per quanto riguarda invece il merito, questo primo decreto legislativo cerca di allineare la normativa italiana alla normativa europea, nel tentativo di intercettare tutte le migliori pratiche che in Europa si sono viste in questo settore e di dare all'Italia una normativa non soltanto più flessibile, ma adeguata al mercato. Quando si parla di regole per il mercato finanziario a me viene sempre in mente un passaggio del Vangelo di Marco: è sabato mattina, Gesù sta camminando per un campo di grano con gli apostoli; a un certo punto, gli apostoli cominciano a raccogliere delle spighe di grano per mangiarle. Qualcuno fa notare a Gesù che è sabato e che, quindi, nella tradizione ebraica non si può e non si deve fare alcuna attività, tantomeno raccogliere spighe di grano per cibarsene, e Gesù risponde: « ipocriti, ricordate che il sabato è per l'uomo e non è l'uomo per il sabato ».

Allo stesso modo, il punto di partenza di questa riforma è stato proprio questo: le regole sono fatte per il mercato, non è il mercato che è fatto per le regole. Se si vuole un mercato funzionante a livello europeo, in grado di competere su scala europea e mondiale, le regole devono essere pensate per il mercato e per la crescita del mercato, non è il mercato che si deve adattare alle regole esistenti, talvolta inadeguate ai tempi correnti. È stato questo il punto di partenza che ci ha portato a fare una revisione strutturale delle regole di *corporate governance*, intervenendo in modo sensibile sulla disciplina degli emittenti e immaginando per le società neo-quotate o che raggiungono una capitalizzazione inferiore al miliardo di euro un sistema di *governance* completamente diverso: più flessibile, che consenta correttivi migliori e che venga declinato — permettetemi l'esempio forse un po' banalizzante, ma credo molto calzante — un po' come il menu di un ristorante, nel cui ambito si possono scegliere varie portate, che non necessariamente vanno mangiate tutte, si può anche prendere solo un antipasto. In sostanza, stiamo offrendo alle società neo-quotate, quindi a quelle che accederanno al mercato, e a tutte le società che sono sul mercato già oggi e che capitalizzano sotto il

miliardo — ovvero quelle che nella nozione tecnica sono piccole e medie imprese — la possibilità di scegliere una serie di opzioni in punto di *governance*, che rendano la *governance* più flessibile e più adeguata ai modelli concorrenziali europei.

Parallelamente, in materia di *governance*, abbiamo cercato di eliminare tutti i fattori di *gold-plating*, che pure nella legislazione italiana esistevano e costituivano — e costituiscono tutt'oggi — un fattore assolutamente anti-concorrenziale rispetto agli altri ordinamenti europei. Non dimentichiamo che l'ordinamento finanziario più di altri, forse particolarmente rispetto ad altri, è un settore dove c'è una necessaria interconnessione tra settore nazionale, Europa, resto del mondo e dove, dunque, se le regole sono omogenee, non soltanto funzionano meglio, ma garantiscono una migliore competitività.

Abbiamo cercato di favorire lo sviluppo del *private equity* e del *venture capital*, perché li riteniamo settori strutturalmente rilevanti per favorire la canalizzazione degli investimenti, e abbiamo cercato anche di immaginare un nuovo ruolo per le autorità di vigilanza — questo si vede in parte in questo decreto e meglio si vedrà nel successivo, senza volere qui anticipare troppo — che vada verso una vigilanza collaborativa e non soltanto sanzionatoria. La sanzione è elemento essenziale della vigilanza, ma non è l'unico. La vigilanza è, anzitutto, collaborazione con gli attori di sistema e, in esito alla eventuale mancata collaborazione, ci deve essere la sanzione. Ma la vigilanza è collaborazione per il funzionamento del mercato, anzitutto, e solo dopo sanzione.

Abbiamo, inoltre, fatto modifiche strutturali alla disciplina dell'OPA, omogeneizzando le soglie con il resto d'Europa. Eravamo l'unico Paese europeo che aveva due soglie per l'OPA. Abbiamo allineato la normativa nazionale a quella europea e abbiamo unificato la soglia al 30 per cento, esattamente come in tutti i Paesi europei. Abbiamo immaginato una nuova procedura di acquisto totalitaria delle azioni su autorizzazione dei soci, alternativa all'OPA, uno *scheme of arrangement*, che può essere

fatta - senza scendere in ulteriori tecnicismi, a meno che voi non me lo chiediate, ovviamente, e sarei ben lieto di farlo - su proposta del consiglio di amministrazione, con dei presidi specifici per le minoranze.

Vengo ai presidi per le minoranze. Abbiamo ritenuto, come impianto generale di questa riforma, che un presidio adeguato per tutte le minoranze assembleari, in generale per le minoranze nelle società quotate, fosse costituito da una delibera a maggioranza assoluta più il *whitewash*. L'insieme, quindi, di assemblea straordinaria e *whitewash* abbiamo ritenuto fosse un presidio adeguato. Nell'insieme, guardando in chiave prospettica gli ordinamenti europei, si tratta di una scelta anche più garantistica rispetto a quella fatta da tanti ordinamenti europei.

Aggiungo che registrare il *whitewash* su un'assemblea straordinaria è particolarmente tutelante per le minoranze. Questa è una regola che abbiamo seguito un po' in tutti i settori dove le minoranze potevano essere in qualche modo incise. Lo stesso vale per un altro principio, che è uno dei principi cardine che ha guidato questa riforma, cioè l'autonomia statutaria. Abbiamo ritenuto che l'autonomia delle società nel disciplinare gli statuti fosse essenziale, perché è all'autonomia privata che si deve guardare, fermi i paletti incompressibili, ovviamente, che il legislatore detta e ha dettato, paletti incompressibili che, salve le depurazioni dal *gold plating* che pure abbiamo fatto, derivano dalla disciplina comunitaria. L'autonomia statutaria è la chiave di volta per consentire un miglior apporto delle società al mercato, perché poi, non nascondiamoci dietro un dito, il saldo tra quotazioni e *downlisting* è nel 2024 un saldo negativo. Noi questo saldo dobbiamo invertirlo, ma possiamo invertirlo soltanto andando nella direzione di garantire un mercato flessibile in cui è facile entrare, ma da cui è facile anche uscire, perché nessuno entra in un mercato dove poi risulta essere prigioniero.

Crediamo che non si possa e non si debba essere prigionieri del mercato. Il mercato è un'opportunità, è la migliore opportunità - l'*equity*, oggi - che il nostro

Paese ha per crescere, ma non si entra in una stanza che poi rimane chiusa a chiave. Non funziona, non funziona in nessun ordinamento europeo e non funzionerà nemmeno in Italia. È per questo che abbiamo facilitato il *listing*, ma abbiamo facilitato anche il *delisting*. Abbiamo introdotto anche il *downlisting* e quindi il passaggio da un mercato regolamentato ad altro mercato, magari non regolamentato o meno regolamentato.

Un'altra cosa che tengo ad evidenziare è una norma che risponde a un principio di diritto anglosassone, che io trovo molto intelligente, ispirato alla regola del «*takeover code: put up or shut up*». È quel principio per cui, nel momento in cui ci sono dei *rumores* - lo dico volentieri in latino e non in inglese - di mercato che rischiano di alterare la consistenza e il valore del titolo, l'autorità di vigilanza, nel nostro caso la Consob, può stabilire un termine entro il quale il potenziale acquirente deve rendere obbligatoriamente nota la sua volontà di fare o di non fare una OPA o una OPS sul *target*. In caso di silenzio o di diniego rispetto a questo obbligo, non può promuovere una OPS per i successivi dodici mesi. Questa è una norma di chiarezza che consente di evitare quelle distorsioni del mercato che vanno a tutto danno dei consumatori e dei piccoli azionisti quando, nei casi che abbiamo visto tante volte, si creano appunto dei *rumores* attorno a una data operazione, il titolo comincia a fibrillare in su o in giù e si espone il consumatore - anche se consumatore in termini di mercato, scusatemi, è un termine atecnico - al rischio di veder deperire il proprio investimento. Questa è un'introduzione che porterà al mercato grandi benefici.

Abbiamo poi modificato - e con questo finisco, salvo rispondere a ogni vostra domanda - anche la modalità di svolgimento delle assemblee. Così come abbiamo introdotto la possibilità di utilizzo dell'intelligenza artificiale nella *governance* societaria - siamo il primo coordinamento in Europa che ha introdotto la possibilità di utilizzare strumenti di intelligenza artificiale controllati e validati, ovviamente, nella *governance* societaria - così l'utilizzo delle nuove tec-

nologie deve consentirci di guardare alle assemblee, e quindi all'elemento cardine della vita societaria, in un modo un po' diverso rispetto a come l'abbiamo guardato sino ad oggi. Nell'autonomia statutaria di ciascuna società, le assemblee potranno essere svolte solo da remoto, in modalità mista, con nuove tecnologie. Insomma, ci sono una serie di modalità di svolgimento delle assemblee rimesse all'autonomia statutaria, certamente più ampie di quelle che c'erano prima.

Viene inoltre prevista in mancanza di un'opzione statutaria - e so che è tema molto dibattuto - la possibilità per il consiglio d'amministrazione - ma, ribadisco, in mancanza di un'opzione statutaria, e quindi ancora torno alla tutela delle minoranze straordinaria e *whitewash* - di scegliere una modalità che noi chiamiamo quella del rappresentante designato in via esclusiva, introducendo anche qui un correttivo per la minoranza, che può chiedere che l'assemblea si svolga secondo le modalità ordinarie ove queste siano, come è ovvio, previste dallo statuto.

Questi sono i punti essenziali, ma riteniamo che questa riforma, che è una riforma ponderosa, molto ampia nella sua struttura, sia soltanto il primo passaggio necessario per rendere il mercato finanziario italiano un mercato non soltanto appetibile, ma soprattutto moderno; un mercato che sia in grado di rispondere a quelle che sono le esigenze di crescita del sistema Paese e soprattutto che garantisca all'Italia di non restare indietro rispetto agli altri ordinamenti europei nella crescita sistemica del mercato finanziario.

Grazie.

**PRESIDENTE.** Grazie all'onorevole Freni per il suo contributo "evangelico", non per la lunghezza, ma per le citazioni.

Do la parola ai colleghi che intendono intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

**ANDREA DE BERTOLDI.** Grazie ad ambedue i Presidenti. Rivolgo un doveroso grazie per i chiarimenti che il Sottosegretario Freni - anche in modo curiale, come

noi che frequentiamo le Commissioni siamo abituati ad ascoltarlo - ci ha voluto dare.

Apprezzo particolarmente, e spero di aver capito bene, il fatto che in questa riforma ci sia una più che sufficiente tutela degli azionisti, del ruolo dell'assemblea e quindi, ovviamente, degli azionisti anche di minoranza nei rapporti, tra l'altro, con il CdA. Quindi, direi con una battuta, che diversamente da quanto avviene nei rapporti tra Parlamento e Governo, si sia dato all'assemblea, quindi al Parlamento delle imprese, un ruolo direi giusto e sufficiente per tutelarne gli interessi sociali.

Affrontando la questione più nello specifico - anche con un ragionamento che esula dal tecnicismo delle singole norme che, come ho detto, apprezzo -, faccio un ragionamento di tipo strategico su questa tematica. Io ritengo che la razionalizzazione delle disposizioni sul mercato dei capitali debba avere tra i principali fini quello di valorizzare il risparmio nazionale, un risparmio che è tra i primi al mondo e che quindi, grazie anche alla semplificazione, al miglioramento, all'efficientamento della normativa, può meglio arrivare nell'economia reale.

La domanda, che rivolgo - a questo punto, quasi in regime confessorio - attendendomi la massima chiarezza, come sempre, dal Sottosegretario, è se si può ritenere che, in questo ambito, possano intervenire delle agevolazioni fiscali, oltre che normative, di carattere più civilistico, per sostenere soprattutto gli investimenti azionari a lungo termine. È un po' quello che succede ad esempio in Francia, al fine di razionalizzare, limitare e ridurre al livello minimo, fisiologico, la liquidità oggi altamente presente invece nelle nostre realtà finanziarie. Questo è il primo aspetto sul quale gradirei che il Sottosegretario potesse darmi un riscontro.

Un'altra realtà che è molto interessata a queste disposizioni, e che può essere anche molto utile al fine che richiamavo, cioè quello di facilitare gli investimenti nell'economia reale, sono le casse di previdenza dei liberi professionisti, che, come sappiamo, hanno un patrimonio di circa 115 miliardi, investito in Italia per circa il 38/40

per cento, se la memoria non mi inganna. Ritengo che queste normative possano essere funzionali a favorire un maggiore investimento delle casse di previdenza nell'economia reale. Quanto al famoso regolamento investimenti che attendiamo tutti, che il mondo delle casse, della finanza attende dal 2011 — anche qui faccio ricorso alla memoria — e che, grazie a questo Governo, ha assunto un'accelerazione in questi ultimi mesi, auspichiamo che possa al più presto arrivare per facilitare l'ingresso nell'economia reale della grande massa di risorse a disposizione delle casse di previdenza.

Questo regolamento, Sottosegretario, è alle porte? Possiamo sperare che, magari in tempi brevi, possa arrivare? Nel caso, il problema delle incompatibilità, che mi risulta avevano sollevato alcune casse di previdenza nella bozza di regolamento che era stata loro sottoposta, ritiene che sia un problema superabile e quindi che si possa giungere velocemente ad una emanazione del regolamento?

Grazie.

BRUNO TABACCI. Grazie, Presidente. Ovviamente sono grato al Sottosegretario Freni per le cose che ci ha detto. Sul tema del metodo, ricordo che lo scorso anno, quando abbiamo discusso del disegno di legge sui capitali, si faceva fatica a trovare una sintesi e il Governo ha deciso — nella sostanza — di imporre al Parlamento una delega.

Registro, oggi, che nella Commissione che ha proceduto alla redazione della bozza non sono entrate le associazioni e che c'è tutto il tempo necessario per fare le opportune modifiche; quindi questa delega è stata esercitata in maniera tale che sembra ora ripassare la palla al Parlamento. Ma non si capisce bene come mai sia nata questa iniziativa legislativa, e soprattutto, non si spiegano in maniera adeguata le vicende che poi sono accadute, che sono quelle che hanno fatto presa sulle vicende del cosiddetto «risiko bancario», al punto che sembra che la montagna abbia partorito un topolino. In realtà, questa iniziativa legislativa è servita di copertura all'operazione complessiva Montepaschi-Mediobanca,

di cui con il Sottosegretario Freni abbiamo avuto occasione di discutere, nel corso di una seduta di qualche mese fa, a seguito di un'interrogazione presentata in Commissione Finanze alla Camera. Come detto, questa iniziativa è servita di copertura all'operazione Montepaschi-Mediobanca, che è stata pilotata dal Governo con totale assenza di trasparenza, in particolare sulla vendita della terza rata del 15 per cento di azioni Montepaschi ai quattro "concertisti", in evidente conflitto di interesse.

Tutto ciò è strettamente concatenato con le vicende che abbiamo appreso, anche a seguito di indagini; che poi, non si capisce bene come, chi doveva fare non ha fatto, o ha fatto fino a un certo punto. Ma non sono interessato a saperne di più, mi bastano le sensazioni che ho.

Perché ho detto che la montagna ha partorito un topolino? Perché la semplificazione della disciplina delle società quotate è assai modesta: è molto selettiva e quasi renitente nel rimuovere le regole costose e non necessariamente efficaci. Si scelgono soluzioni, poi, che nessun altro Paese ha adottato e — come tali — poco accettabili o digeribili dagli investitori istituzionali, specie se stranieri, globali, sia per la scelta degli investimenti che per la base della clientela.

Questo è un punto: perché è chiaro che, se noi dobbiamo essere nella condizione di competere nella dimensione europea, dobbiamo tenere conto anche di quello che accade in altri Paesi, ed eventualmente di migliorarla, non di peggiorarla. Ad esempio, il nuovo articolo 147-*sexies* detta regole in tema di controlli interni e di gestione dei rischi, ulteriormente legificando su materie che dovrebbero essere lasciate alle singole società, anche in relazione alle diverse caratteristiche di ciascuna.

Lo schema attribuisce poi ai CdA la scelta se convocare un'assemblea con accesso per i singoli soci, ovvero un'assemblea riservata a un rappresentante designato dalla società: un vero e proprio *unicum* su un tema su cui la sensibilità dei soci a livello internazionale è particolarmente alta. Questi sono elementi di una certa contraddizione. Praticamente siamo pas-

sati da una fase nella quale c'era l'idea che le minoranze potessero comandare all'interno di società a un'idea esattamente opposta.

Lo schema consente alla società di futura quotazione e alle PMI di derogare ad alcune regole importanti a tutela delle minoranze, ossia quelle sul voto di lista e quelle, soprattutto, in tema di operazioni con parti correlate. Ora si può comprendere il trattamento differenziato, ma non si può accettare la scelta — articolo 154, comma 2, punto 2 — di consentire alle società di nuova quotazione di derogare alla disciplina anche dopo la quotazione, quindi a quotazione avvenuta, come se questo fosse un giochetto.

Immagino che il Sottosegretario Freni avrà una risposta puntuale a queste vicende che ho sollevato, e che non sono le uniche, ma non è il caso di fare un elenco troppo lungo. Poi, siccome è stato detto che è il Parlamento che dovrà dire l'ultima parola, mi auguro che ci sarà un dibattito approfondito su queste questioni e che, effettivamente, si restituisca al Parlamento quella funzione che non siamo stati in condizione di svolgere più di un anno fa. Vediamo, resto in attesa anch'io.

FAUSTO ORSOMARSO. Ringrazio i Presidenti. Dopo aver ascoltato il collega Tabacci, vorrei, partendo dalla ricostruzione che ha fatto il Sottosegretario — che ringraziamo per questo lavoro puntuale che avviene con un contributo tecnico non indifferente — provare a rispondere, ricostruendo un po' la storia dello strumento legislativo e normativo che organizza la vita finanziaria di questo Paese. Parto dal Testo unico bancario del 1993, a cui segue il lavoro fatto, credo, da Mario Draghi, nel 1998. Mi rimetto, senza andare oltre, al lavoro di ascolto dei diversi *stakeholder* che le Commissioni di Camera e Senato faranno nelle prossime settimane. C'è una tendenza, che ho notato e che non so se derivi dal ruolo svolto dal Parlamento: la tendenza — che nelle scorse settimane e negli scorsi mesi è arrivata molto di più dall'esterno — a commentare un lavoro che, voglio ricordare a me stesso, parte dal Libro bianco, per continuare con la ri-

forma sui capitali. Oggi si completa questo lavoro che fa, nello specifico, questa operazione importante. Per cui, non aggiungerò altro se non dire che ascolteremo nelle prossime settimane i contributi che arriveranno, svolgendo, però, il nostro ruolo di Parlamento.

Il Governo, nel momento in cui il Parlamento conferisce una delega, fa il massimo; e io ritengo che proprio nella sua illustrazione il Sottosegretario Freni, che è stato anche aulico nella sua esposizione, abbia riassunto gli elementi portanti. Nello specifico, vorrei ricordare il contributo che arriva dal lavoro di chi ci ha preceduto, quindi, esprimo grande rispetto per il lavoro tecnico di Mario Draghi e anche dei parlamentari che ci hanno preceduto.

La materia finanziaria e giuridica deve essere sempre considerata nell'accezione definita per legge, perché la materia finanziaria, lo ricordo a me stesso, è in generale quella più creativa: posso avere definizioni, considerate alla stregua di macro categorie, nelle quali far rientrare di volta in volta ciò che il mercato in continua evoluzione richiede. Oggi ci troviamo in un momento complesso, dove si guarda anche all'Europa, con l'auspicio che si possa dare vita a questa unione di mercati dei capitali. Non ho altro da aggiungere. Lavoreremo, come abbiamo fatto nelle scorse settimane e negli scorsi mesi, per completare questa riforma, ringraziando il Sottosegretario Freni che dà uno spunto che coglie l'elemento fondamentale.

Ci sarebbe tanto da dire in questo momento, anche soprattutto sull'aspetto che favorisce altri sistemi di investimento, attinente alle banche. Abbiamo avuto un allarme, nonostante quello che fanno il Governo e il Parlamento con le garanzie che diamo a tanti istituti rispetto ai crediti, soprattutto alle micro e piccole imprese. Potremmo allargare tantissimo il ragionamento, però, per quanto mi riguarda e per quanto ci riguarda, grazie di questo contributo, che rappresenta la dinamica positiva di un mercato, quello della finanza, che è il più creativo possibile.

Attenderemo la seconda parte sulle sanzioni, che completerà finalmente questa riforma. Grazie.

MARCO CROATTI. Esprimiamo un giudizio chiaro: modernizzare i mercati è necessario, ma, Sottosegretario, non a scapito di alcuni principi come la trasparenza, la tutela dei risparmiatori e, soprattutto, la nostra democrazia economica. Questo schema parte con delle buone intenzioni, ma secondo noi scegliete ancora una volta la strada opaca della delega, lasciando degli spazi troppo ampi a future modifiche, senza il controllo del Parlamento. Diciamo no a riforme che possono indebolire la *governance* della società, che rischiano di ridurre le tutele degli investitori e che aprono varchi a concentrazioni di potere lontane da quello che è l'interesse pubblico.

Ci sono un paio di aspetti che volevamo sottolineare. In realtà, non possiamo accettare che vengano svuotati i poteri degli azionisti, della loro assemblea. La disciplina attuale in questo momento è chiara: l'assemblea delibera le politiche di remunerazione con l'obbligo, per gli amministratori, di attestare in modo trasparente i compensi percepiti diretti e indiretti. È una garanzia fondamentale, un argine contro abusi e contro opacità.

Non dimentichiamo un altro punto, quello delle aziende del Terzo settore. I vincoli sono, giustamente, ancora più stringenti. Esiste un tetto retributivo che comprende *benefit* e polizze, proprio per evitare che strutture che operano nel sociale possano diventare zone franche di retribuzione che possano sfuggire al controllo. Se per il Terzo settore mettiamo dei paletti rigidi, come è possibile che in questo decreto si vada nella direzione completamente opposta, proprio per quelle che sono le società di capitali?

La domanda politica che le facciamo, Sottosegretario, è abbastanza semplice. Qual è l'obiettivo, la finalità reale di questa modifica? Come tuteliamo gli azionisti senza una garanzia diretta proprio dell'assemblea? C'è la necessità di una norma che svincoli l'assemblea, trasformandola da organo di garanzia a organo marginale consultivo? E soprattutto, a chi giova togliere

ai soci la possibilità di incidere realmente sulle retribuzioni dei vertici aziendali? La risposta ci pare abbastanza chiara. Non è trasparenza, non è modernizzare, non è competitività, ma è un arretramento rispetto alle regole attuali ed è un regalo ai pochi vertici, a discapito di coloro che mettono capitale, lavoro e fiducia nelle imprese.

L'altro aspetto interessante riguarda proprio la politica della remunerazione degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategica. È prevista una doppia possibilità, per gli statuti della società, di derogare alla disciplina in materia di remunerazione degli amministratori, in quelle che sono le clausole *opt-out*. Ancora, ci chiediamo qual è la vera motivazione alla base di una modifica così impattante e qual è il motivo che porta a preferire di escludere — nell'ambito della politica di remunerazione — i compensi dei dirigenti con responsabilità e di rendere il voto dell'assemblea dei soci sulla medesima politica meramente consultivo, anziché vincolante, come previsto dalla vigente formulazione della norma. Non si corre il rischio che questo intervento possa avere delle modifiche forti e impattanti su quelle che sono le azioni dei soci e degli azionisti? La competitività si costruisce con regole chiare, con il controllo dei soldi, con massima trasparenza e, dal nostro punto di vista, non con scorciatoie o con norme che verranno poi scritte da pochi.

Grazie.

DANIELA DONDI. La mia domanda probabilmente trova risposta nella seconda parte della delega, quella che riguarda le sanzioni, però mi permetto di chiedere questo; l'articolo 9 della delega prevede tutta la nuova riorganizzazione delle responsabilità degli amministratori, ma si prevede anche la modifica dell'articolo 2396-*novies* del codice civile. In realtà, più che una modifica è l'inserimento di un nuovo articolo sui revisori dei conti. Sappiamo, però, perché lo abbiamo visto nella realtà, che spesso responsabilità degli amministratori e responsabilità dei revisori dei conti si incrociano nell'attività giudiziaria che svolgiamo, per chi si occupa di questa materia.

È previsto anche un diverso quadro per le nomine dei revisori dei conti e le relative responsabilità o rimane tutto così come è previsto adesso dal codice civile e, conseguentemente, una responsabilità eventualmente riflessa? Non so se sono stata chiara.

**PRESIDENTE.** Do la parola all'onorevole Freni per la replica.

**FEDERICO FRENI**, *Sottosegretario di Stato per l'economia e le finanze*. Stavo riflettendo sulla risposta. Non se ne avranno a male i colleghi di maggioranza se inizierò a rispondere ai quesiti dell'opposizione. Comincerò, in ordine, dai quesiti posti dall'onorevole Tabacci. Al netto di ogni valutazione di carattere politico — che, come tale, è sempre legittima, ci mancherebbe altro — credo sia un po' ingeneroso ritenere che la più grande riforma del mercato finanziario italiano degli ultimi trent'anni, come questa, non fosse altro che a livello quantitativo, possa essere solo un'operazione di copertura di un'operazione fatta da soggetti privati.

Questa è una riforma che parte da una delega che il Governo non ha imposto, perché non c'era un voto contrario in Parlamento quando questa delega si è votata. Il Governo non ha imposto nulla a nessuno, e ci mancherebbe altro che lo facesse. Questa riforma nasce da un punto di partenza, che era quello condiviso nel Libro verde del MEF del 2021 e dalla legge sui capitali, che è quello di dare all'Italia un mercato finanziario moderno e flessibile. Ripeto: al netto di ogni valutazione politica, che è sempre legittima, credo sia molto ingeneroso pensare che possa essere una copertura di qualcosa, con cui non ha attinenza e su cui peraltro neppure interviene, aggiungo io.

«La semplificazione è assai modesta»: questa riforma, dai primi commentatori, è stata accusata variamente di avere un livello semplificatorio troppo modesto o troppo alto, non ci sono vie di mezzo. Personalmente, credo che il livello di semplificazione che si è dato al mercato finanziario sia adeguato alla necessità di semplificazione che questo mercato aveva. C'è

chi dice «avete semplificato troppo e avete eliminato dei presidi»; c'è chi dice «avete semplificato troppo poco e avete eliminato troppi pochi presidi». Io invece credo, dato che i rilievi sono stati fatti tutti, che il livello di semplificazione che abbiamo immaginato sia un livello di semplificazione adeguato.

Non condivido neppure la preoccupazione che il Parlamento possa in qualsiasi modo essere esautorato da tutto il percorso di riforma — anche successivo — perché, quale che sia la quantità di decreti eventualmente correttivi, ripasseranno tutti dal Parlamento, come è ovvio, giusto e doveroso che sia. Quando si è scelto, forse ne ho dato conto più in Senato, perché ci sono state più occasioni di interrogazione, di non coinvolgere le associazioni all'interno della Commissione redigente, è stata fatta una scelta che personalmente rifarei, perché la Commissione redigente è una sede scientifica. Le associazioni, come tali, sono legittime portatrici di un interesse specifico e quell'interesse deve trovare un temperamento nella sede più corretta, che è quella del Parlamento, che deve poter valutare, con il tempo che sarà necessario, come temperare interessi che tra loro possono essere diversi e che sono legittimamente diversi, perché, vivaddio, non la pensiamo tutti allo stesso modo.

La riforma parte da un substrato scientifico. Non è un caso che la Commissione redigente fosse composta da professori universitari che nella vita fanno solo questo, proprio per garantire questa scientificità e lasciare al Parlamento la possibilità di bilanciare il prodotto — perdonate la banalizzazione — presentato con tutti gli interessi che legittimamente le associazioni e tutti gli altri soggetti potranno e vorranno far valere.

È ovvio che sarà il mercato a dirci se la flessibilità che abbiamo immaginato a beneficio delle imprese sarà sufficiente o meno a dare slancio al mercato, a dare slancio alla crescita di questo mercato. Il giudice unico e vero di una riforma che impatta sul sistema finanziario è il mercato. Ecco perché la riforma guarda al mercato, perché il giudice di questa riforma sarà il mercato.

Se noi da qui a  $x$  tempo avremo un'inversione dell'indice che vede il *delisting* superiore al *listing*, allora avremo avuto successo. Se vedremo quotarsi più imprese di quelle che si quotavano ieri, se vedremo salire la capitalizzazione del nostro mercato, avremo avuto successo. Se non succederà, avremo fallito, ma sarà il mercato a dircelo. I decreti correttivi servono proprio a questo, a inserire, previo il controllo dovuto del Parlamento, tutti i correttivi che *medio tempore* dovessimo accorgerci che saranno necessari, con un'interlocuzione continua e costante soprattutto con le Commissioni Finanze di Camera e Senato, che sono quelle che per ragioni di incarico frequento di più, ma ovviamente anche con le Commissioni Giustizia, ci mancherebbe altro, che al bisogno interverranno con la flessibilità che sempre c'è stata in tutto questo percorso.

Vengo ora all'onorevole Croatti. Io non credo che la strategia della delega sia una strategia opaca. Anzi, è l'unica strategia possibile; non esistono riforme di dettaglio come questa che possono essere fatte con strumenti legislativi diversi dalla delega. Il controllo parlamentare, e torno a quello che dicevo poc'anzi, è essenziale per garantire che l'esercizio della delega avvenga nei canoni indicati dal Parlamento, con i correttivi che il Parlamento vorrà indicare. Il Governo non è *legibus solutus* mentre attua una delega. Il Governo risponde sempre alle indicazioni del Parlamento, e ci mancherebbe anche il contrario. Neppure vedo svuotati i poteri dell'assemblea posto che, se facessimo un'analisi laica di come si svolgevano le assemblee prima del 2020, quindi prima dell'introduzione del rappresentante designato, lo capiremmo. Sapete che il rappresentante designato nasce come strumento emergenziale per far fronte alla stagione assembleare dell'anno del Covid, dove era fisicamente impossibile riunirsi e quindi si doveva trovare un contemperamento, non foss'altro che per approvare i bilanci. Nasce, quindi, come soluzione emergenziale. Se noi guardiamo a come andavano le assemblee prima, al tasso di partecipazione assembleare prima e al tasso di partecipazione assembleare dopo, vedrete

che è più alto il tasso di partecipazione con il rappresentante designato rispetto al tasso di partecipazione precedente. Gli azionisti, tutti gli azionisti, non soltanto hanno diritto di far valere le loro istanze, ma con il rappresentante designato, con la nuova riforma dell'assemblea, avranno la possibilità di farle valere in una sede che non è il *ring* assembleare — che, forse sì, è un *ring* mediatico probabilmente, ma non è un *ring* di sostanza — ma avranno modo di farle valere nel contraddittorio precedente all'assemblea, che è un contraddittorio formalizzato, scritto e di cui resta certamente traccia, e che quindi meglio garantisce i diritti dei piccoli azionisti.

Ribadisco che la figura del piccolo azionista è una figura quasi mitologica, perché diverso è se il piccolo azionista è la signora Maria, che compra un'azione o due azioni, o se è il piccolo risparmiatore, la famiglia, che acquista titoli per investimento e che li acquista di solito tramite canali quali sono i promotori finanziari o i fondi, che hanno in automatico la rappresentanza assembleare del soggetto e che quindi non impattano sull'assemblea. Quindi, anche la figura del piccolo azionista è una figura mitologica, la cui consistenza prima o poi dovremmo chiarirci, perlomeno laicamente tra noi, per capire chi è il piccolo azionista che intendiamo tutelare. Se intendiamo tutelare il piccolo azionista nella qualità di persona fisica che investe una piccola somma in una società, se è quello il nostro piccolo azionista, quel piccolo azionista è tutelato in un unico modo: dall'incremento dell'utile e dalla salvaguardia di tutti i presidi di legalità all'interno della società, che aumentano. I presidi di legalità all'interno della società, infatti, aumentano in conformità alle direttive comunitarie che, aggiungo, dettano per buona parte la disciplina di questo settore.

Non ho inteso molto la questione delle remunerazioni, ma in ogni caso il tema delle remunerazioni degli amministratori, al netto di una considerazione di carattere quasi metafisico, cioè che lo Stato può interessarsi di remunerazioni di società private e decise da privati entro certi limiti, che sono quelli appunto dell'autonomia pri-

vata, è comunque dettato da una direttiva comunitaria, la n. 828 del 2017, che – modificando una direttiva di dieci anni prima, del 2007, che mi sembra fosse la n. 36 – detta tutta una serie di presidi che vengono ovviamente rispettati, perché così come si suol dire «nessun animale è stato abusato per fare questo film», nessuna direttiva è stata violata per fare questo codice.

Vengo all'onorevole De Bertoldi e passo alla maggioranza, anche qui in ordine. Certamente avere delle agevolazioni fiscali che possano supportare la politica di investimento è uno degli obiettivi che questo Governo ha. Sapete meglio di me quanto la coperta possa essere tirata a piacere, ma sempre quella è. Certamente c'è un ulteriore ambito della delega, che si interseca con la delega fiscale, che può guardare – nei limiti delle risorse vigenti – anche a questa prospettiva, anche nell'ottica di incoraggiare lo sviluppo di quelli che sono gli unici investitori istituzionali di questo Paese, che sono le casse di previdenza, con cui il dialogo è continuo e costante e il cui regolamento investimenti, che attende appunto dal 2011, è in fase finale di approvazione, con la speranza di risolvere tutte le aporie che *medio tempore* erano state denunciate, ivi inclusi i temi più spinosi che potevano trovare, vuoi dal Governo, vuoi dalle casse, dei punti di distonia.

Dice bene l'onorevole Orsomarso, questa è una riforma che non è legata a episodi contingenti ma che ha una prospettiva del sistema Paese e che come tale deve essere considerata, ma l'avevamo già detto.

Quanto, invece, al quesito dell'onorevole Dondi rispetto alla responsabilità dei revisori, sarà certamente oggetto anche del successivo decreto; quindi avremo certamente modo di attardarci a parlarne nel prossimo decreto. Certamente noi qui superiamo il binomio dei modelli di ammi-

nistrazione e controllo, prevedendo un'autosufficienza dei modelli monistico e dualistico rispetto al precedente. Ovviamente, per creare questa autosufficienza dei due modelli, si passa a un impianto normativo che vede disposizioni comuni e poi vede, a valle, disposizioni specifiche di ciascun sistema.

L'organo di controllo non è più collegio sindacale o consiglio di sorveglianza; è organo di controllo che, come tale, ha delle responsabilità che verranno declinate ciascuna per i tre sistemi – monistico, dualistico e misto – secondo un aumento delle competenze e secondo una progressione di competenze; ne parleremo nel prossimo decreto. Ovviamente, cambia la responsabilità, in questo decreto, per gli amministratori non esecutivi, che hanno un *quid* di responsabilità mitigato dall'affidamento che possono fare rispetto alle informazioni che sono fornite dagli esecutivi o dal presidente della società. Ripeto, è un tema che affronteremo *funditus* nel prossimo pacchetto.

Grazie.

**PRESIDENTE.** In attesa di andare *funditus*, chiedo se c'è qualcun altro che vuole intervenire. Non mi pare.

Vi ricordo che la prossima settimana gli appuntamenti sulle audizioni relative a questa riforma sono: mercoledì 26 novembre qui alla Camera, alle ore 8.45, con Banca d'Italia, e giovedì 27 novembre, tra le ore 13 e le ore 14, quando saremo tutti ospiti del Presidente Garavaglia al Senato e ascolteremo CONSOB, OCF e Assogestioni.

Saluto i nostri ospiti e dichiaro conclusa l'audizione.

**La seduta termina alle 15.55.**

---

Licenziato per la stampa  
il 21 gennaio 2026

---

PAGINA BIANCA

PAGINA BIANCA



\*19STC0174370\*